

MARCELO GODKE VEIGA

**A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua
aplicação no Direito brasileiro**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

(Versão Corrigida)

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2022

MARCELO GODKE VEIGA

**A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua
aplicação no Direito brasileiro**

Tese apresentada à 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 Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO-SP

2022

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Veiga, Marcelo Godke

A regra da decisão negocial (business judgment rule) e sua aplicação no Direito brasileiro ; Marcelo Godke Veiga ; orientador Paulo Fernando Campos Salles de Toledo -- São Paulo, 2022.

504 f.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2022.

1. Business judgment rule. 2. Entire fairness. 3. Deveres fiduciários. 4. Poderes e atribuições de administradores. 5. Responsabilidade de administradores. I. Toledo, Paulo Fernando Campos Salles de, orient. II. Título.

Nome: VEIGA, Marcelo Godke

Título: A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua aplicação no direito brasileiro.

Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Para Bia, Isabela e Anna.

AGRADECIMENTOS

Meu primeiro agradecimento vai para minha família. Sem o apoio de Bia, Isabela e Anna, eu jamais teria conseguido concluir este trabalho.

Ao meu orientador, que, com muita paciência, me guiou por este longo caminho e me indicou o que estava bom e o que não estava, o que precisava ser mudado e o que deveria ser mantido. Logicamente, os erros são meus, não dele. Conjuntamente, gostaria de agradecer os professores Erasmo Valladão A. e N. França e Marcelo Vieira von Adamek por terem participado de minha banca de qualificação e feito comentários essenciais à continuidade da preparação desta tese.

Aos meus colegas de escritório, com quem sempre pude contar nos momentos de ausência e na constante busca por material a ser utilizado nesta tese.

Aos meus colegas e amigos conquistados ao longo dos últimos anos na Universidade de São Paulo, que compartilharam materiais e experiências sobre meu tema de pesquisa.

RESUMO

VEIGA, Marcelo Godke. **A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua aplicação no direito brasileiro**. 491 p. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

A *business judgment rule*, um dos mais importantes institutos do direito societário americano, ainda causa certa confusão e permanece controvertida, inclusive no Brasil. A *business judgment rule* e seus desdobramentos decorrem de processo histórico de evolução jurisprudencial iniciado há bastante tempo em tribunais ingleses de *equity*. Logo, é fruto da evolução do *common law* (enquanto sistema jurídico). O presente trabalho estudará a evolução jurisprudencial da *business judgment rule* e seus desdobramentos, tanto na Inglaterra quanto nos Estados Unidos da América. Foi no direito societário do estado de Delaware que tal instituto jurídico mais amadureceu, notadamente a partir da década de 1980. Por isso, o estudo do estado atual da *business judgment rule*, no presente trabalho, embasa-se no direito societário de Delaware a partir de tal período. A *business judgment rule*, além de ser fruto de evolução histórico-jurisprudencial do *common law*, tem fundamento econômico. Por ser regra de governança de sociedades empresárias, a *business judgment rule* protege a autoridade dos administradores e, ao mesmo tempo, preserva suas escolhas, dando-lhes poder discricionário amplo para tomar decisões na condução dos negócios empresariais, evitando interferência constantes de terceiros (inclusive por parte dos acionistas e do Poder Judiciário). Ao mesmo tempo, protege os administradores ao criar presunção de que suas decisões foram informadas (tendo sido cumprido o dever de diligência) e não conflitadas (tendo sido observado o dever de lealdade). O afastamento da presunção protetiva é possível, voltando-se para um de seus desdobramentos (a *entire fairness*, o *enhanced scrutiny* ou a *compelling justification*), que passará a guiar a análise dos atos administrativos. O direito brasileiro permite a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos, não com base no § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, mas em outras normas trazidas pelo mesmo diploma legal, analisadas ao longo deste trabalho. Assim, há presunção de que as decisões dos administradores estejam corretas e, portanto, devem ser protegidas, mantendo-se a porta aberta para eventual apuração de descumprimento de deveres fiduciários ou da lei, o que afastaria o escudo protetivo trazido pela

business judgment rule. O presente trabalho divide-se em quatro partes. Na primeira, será estudada a *agency theory* e será feita uma análise preliminar da *business judgment rule*. Na segunda, será feita uma evolução histórico-jurisprudencial da *business judgment rule*. Na terceira será feito um estudo comparativo que inclui três países europeus e uma análise aprofundada da *business judgment rule* com base no direito societário americano. Na quarta, a *business judgment rule* e seus desdobramentos serão aplicadas ao direito societário brasileiro.

Palavras-chave: *Business judgment rule*. *Entire fairness*. Deveres fiduciários. Poderes e atribuições de administradores. Responsabilidade de administradores.

ABSTRACT

VEIGA, Marcelo Godke. **The business judgment rule and its use under Brazilian law.** 491 p. Doctoral thesis, Law School, University of São Paulo, São Paulo, 2022.

The *business judgment rule*, one of the most important concepts of United States corporate law, still leads to confusion and remains controversial, even in Brazil. The *business judgment rule* and its ramifications stem from a historical process of case law evolution which started a long time ago in English equity courts. Thus, it is the result of the evolution of the common law (as a legal system). This work will study the case law evolution of the *business judgment rule* and its ramifications, both in England and in the United States. It was under Delaware corporate law that the concept further matured, notably during the 1980s. So, the study, in this work, of the current state of the *business judgment rule* is based upon Delaware corporate law starting in this period. The *business judgment rule*, apart from being a result of the historic and case law evolution of the *common law*, also has an economic foundation. The *business judgment rule*, as a precept of corporate governance of business entities, protects the authority of directors and officers while preserving their choices, granting them wide discretionary powers to make decisions in the conduction of business, avoiding constant third-party interference (including shareholders and the Judiciary Power). At the same time, it protects directors and officers by creating a presumption that their decisions were informed (fulfilling the duty of care) and unconflicted (by observing the duty of loyalty). The lifting the protective presumption is possible, turning to one of its possible ramifications (*entire fairness, enhanced scrutiny or compelling justification*), which will guide the review of directorial and managerial actions. Brazilian law also allows the use of the business judgment rule and its ramifications, not based upon paragraph 6 of article 159 of Law No. 6.404/76, but on other precepts found under the same statute, all to be herein analyzed. Thus, there is a presumption that directors' and officers' decisions are correct and, as such, they must be protected, at the same time, the door remains open to assess the unfulfillment of fiduciary duties or the law itself, what would put aside the protective shield created by the *business judgment rule*. This work is divided into four different parts. On the first part, the agency theory and a preliminary study of the business judgment rule will be carried out. On the second part, a historic and case law evolution of the business judgment rule will be made. On

the third part, a comparative study including three European countries, as well as a in-depth analysis of the business judgment rule based upon United States corporate law will be carried out. On the fourth part, the business judgment rule and its ramifications shall be applied to Brazilian corporate law.

Keywords: Business judgment rule. Entire fairness. Fiduciary duties. Powers and attributions of directors and officers. Liability of directors and officers.

RÉSUMÉ

VEIGA, Marcelo Godke. **La règle de l'appréciation commerciale (*business judgment rule*) et son application en droit brésilien**. 491 p. Thèse de doctorat: Faculté de droit, Université de São Paulo, São Paulo, 2022.

La '*Business Judgment Rule*', l'une des institutions les plus importantes du droit des sociétés américain, suscite encore une certaine confusion et reste controversée, y compris au Brésil. La '*Business Judgment Rule*' et ses déploiements découlent d'un processus historique d'évolution jurisprudentielle qui a débuté il y a longtemps dans les tribunaux anglais. Elle est donc le résultat de l'évolution de la *common law* (en tant que système juridique). Le présent travail étudiera l'évolution jurisprudentielle de la '*Business Judgment Rule*' et ses déploiements, tant en Angleterre qu'aux États-Unis. C'est dans le droit des sociétés de l'État du Delaware que cette institution juridique a le plus mûri, notamment à partir des années 1980. Ainsi, l'étude de l'état actuel de la '*Business Judgment Rule*' dans le présent ouvrage s'appuie sur le droit des sociétés du Delaware à partir de cette époque. La '*Business Judgment Rule*', en plus d'être le résultat de l'évolution historique-jurisprudentielle de la *common law*, a un fondement économique. La '*Business Judgment Rule*', en tant que règle de gouvernance d'entreprise, protège l'autorité des dirigeants et, en même temps, préserve leurs choix, leur donnant un large pouvoir discrétionnaire pour prendre des décisions dans la conduite des affaires, évitant l'ingérence constante de tiers (y compris celle des actionnaires et du Pouvoir Judiciaire). En même temps, elle protège les administrateurs en créant une présomption que leurs décisions ont été éclairées (le devoir de sollicitude a été rempli) et non pas été conflictuelles (le devoir de loyauté a été respecté). La levée de la présomption protectrice est possible, en se tournant vers l'un de ses déploiements possibles (*entire fairness*, *enhanced scrutiny* ou *compelling justification*), qui commenceront à guider l'analyse des actes administratifs. La loi brésilienne permet l'application de la *Business Judgment Rule* et de ses déploiements, non pas sur la base du paragraphe 6 de l'article 159 de la Loi n° 6.404/76, mais sur celle d'autres normes apportées par le même diplôme juridique, analysées tout au long de ce travail. Ainsi, il existe une présomption que les décisions des administrateurs sont correctes et, par conséquent, doivent être protégées, en laissant la porte ouverte à une éventuelle vérification du non-respect des obligations fiduciaires ou de la loi, ce

qui supprimerait le bouclier protecteur apporté par la *Business Judgment Rule*. Ce travail est divisé en quatre parties. Dans la première, la théorie de l'agence sera étudiée et une analyse préliminaire de la *Business Judgment Rule* sera faite. Dans la seconde, une évolution historique-jurisprudentielle de la règle *Business Judgment Rule* sera faite. Dans la troisième, une étude comparative sera réalisée incluant trois pays européens et une analyse approfondie de la *Business Judgment Rule* basée sur le droit des sociétés américain. Dans la quatrième, la *Business Judgment Rule* et ses déploiements seront appliqués au droit des sociétés brésilien.

Mots-clés: *Business judgment Rule*. *Entire fairness*. Devoirs fiduciaires. Pouvoirs et attributions des administrateurs. Responsabilité des administrateurs.

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

AG	<i>Aktiengesellschaft</i>	
ADHBG	<i>Allgemeines Handelsgesetzbuch</i>	<i>Deutsches</i>
AktG	<i>Aktiengesetz</i> de 1965	
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>	
BörsenG	<i>Börsengesetz</i> de 2001	
Código Civil	Código Civil	
<i>Codice Civile</i>	Codice Civile italiano de 1942	
Código Civil de 1916	Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916	
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002	
Código Civil Português	Decreto-Lei nº 47344/66, de 25 de novembro	
Código das Sociedades Comerciais	Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro	
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015	
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988	
CVM	Comissão de Valores Mobiliários	

Decreto nº 8.945/16	Decreto nº 8.945, de 27 de dezembro de 2016
Decreto-Lei nº 200/67	Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967
Decreto-lei nº 2.627/40	Decreto-lei nº 2.627, de 16 de setembro de 1940
Decreto-lei nº 76-A/2006	Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de março
Decreto-lei nº 486/1999	Decreto-Lei nº 486/1999, de 13 de novembro
DrittelbG	<i>Drittelbeteiligungsgesetz</i> de 2004
Lei Complementar nº 182/21	Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021
Lei nº 4.595/64	Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964
Lei nº 6.024/74	Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei nº 6.404/76	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei nº 8.443/92	Lei nº 8.443, de 16 de julho de 1992
Lei nº 13.303/16	Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016

Lei nº 10.411/02	Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002
Lei nº 12.846/13 ou Lei Anticorrupção	Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013
Lei nº 13.874/19 ou Declaração de Direitos de Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
Medida Provisória nº 1.040/21	Medida Provisória nº 1.040, de 29 de março de 2021.
MitbestG	<i>Mitbestimmungsgesetz</i>
Parecer de Orientação CVM nº 34/08	Parecer de Orientação CVM nº 34, de 1º de setembro de 2008
Parecer de Orientação CVM nº 36/09	Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009
Projeto de Lei 1.498/20	Projeto de Lei 1.498, de 2020
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
<i>Securities Act</i>	<i>Securities Act of 1933</i>
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TCU	Tribunal de Contas da União
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
TUF ou Lei Draghi	<i>Testo Unico della Finanza</i> de 1998

UMAG	<i>Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts</i>
WpHG	<i>Wertpapierhandelsgesetz de 1994</i>
WpPG	<i>Wertpapierprospektgesetz de 2005</i>
WpÜG	<i>Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz de 2001</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
	PARTE I - AGENCY THEORY E ANÁLISE PRELIMINAR Error! Bookmark not defined.	
2	VISÃO DA AGENCY THEORY	Error! Bookmark not defined.
2.1	INTRODUÇÃO	Error! Bookmark not defined.
2.2	<i>AGENCY THEORY</i> : VISÃO DO FENÔMENO ECONÔMICO	Error! Bookmark not defined.
2.2.1	A relação <i>principal-agent</i>	Error! Bookmark not defined.
2.2.2	<i>Agency theory</i> e assimetria de informações	Error! Bookmark not defined.
2.2.3	<i>Agency theory</i> e o uso de incentivos	Error! Bookmark not defined.
2.2.4	<i>Agency conflicts</i> , as funções do direito societário e os <i>agency costs</i>	Error! Bookmark not defined.
2.3	<i>AGENCY COSTS</i> E ESTRATÉGIAS LEGAIS PARA REDUZÍ-LOS	Error! Bookmark not defined.
2.3.1	Regras precisas <i>versus</i> padrões abertos	Error! Bookmark not defined.
2.3.2	Motivos <i>versus</i> justificativas técnicas	Error! Bookmark not defined.
2.3.3	Estratégias regulatórias	Error! Bookmark not defined.
2.3.4	A configuração e a adequação de normas: regras precisas e padrões abertos (<i>standards</i>)	Error! Bookmark not defined.
3	A BUSINESS JUDGMENT RULE: ANÁLISE PRELIMINAR Error! Bookmark not defined.	
3.1	INTRODUÇÃO	Error! Bookmark not defined.
3.2	ANÁLISE PRELIMINAR DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> .	Error! Bookmark not defined.
3.2.1	A <i>business judgment rule</i> propriamente dita.....	Error! Bookmark not defined.
3.2.2	A <i>entire fairness</i>	Error! Bookmark not defined.
3.2.3	O <i>enhanced scrutiny</i>	Error! Bookmark not defined.

3.2.4 *A compelling justification*..... **Error! Bookmark not defined.**

PARTE II - A EVOLUÇÃO HISTÓRICO-JURISPRUDENCIAL**Error! Bookmark not defined.**

4 HISTÓRICO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* E O DIREITO INGLÊS **Error! Bookmark not defined.**

4.1 INTRODUÇÃO..... **Error! Bookmark not defined.**

4.2 O INÍCIO DO CAMINHO E O *COMMON LAW*. **Error! Bookmark not defined.**

4.3 A *BUSINESS JUDGMENT RULE* E A EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL INGLESA..... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1 Gênese da *business judgment rule*, o direito inglês e a jurisprudência.... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.1 *Crookshanks v. Turner et al.*..... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.2 *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.3 *Knight v. Earl of Plymouth*..... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.4 *Aleyn v. Belchier* **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.5 *Harman v. Tappenden* **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.6 *Attorney General v. The Corporation of Exeter***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.7 *Carlen v. Drury*..... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.8 *The York & North Midland Railway Company v. Hudson***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.9 *Turquand v. Marshall* **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.10 *Overend, Gurney & Co. v. Gibb* **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.11 *In re Wragg, Limited*..... **Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.12 *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.13 *In re Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.14 *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited***Error! Bookmark not defined.**

4.3.1.15 *In re Smith and Fawcett, Limited*..... **Error! Bookmark not defined.**

5	HISTÓRICO DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E O DIREITO AMERICANO	
	Error! Bookmark not defined.	
5.1	INTRODUÇÃO	Error! Bookmark not defined.
5.2	A ADOÇÃO DO <i>COMMON LAW</i> COMO SISTEMA JURÍDICO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i>	Error! Bookmark not defined.
5.2.1	<i>Common law</i> e <i>equity</i> no direito americano: dos territórios coloniais ao estado de Delaware	Error! Bookmark not defined.
5.3	A GÊNESE DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E O DIREITO AMERICANO	Error! Bookmark not defined.
5.3.1	Gênese da <i>business judgment rule</i> nos tribunais federais americanos....	Error! Bookmark not defined.
5.3.1.1	<i>Winters v. Sowles</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.1.2	<i>Briggs v. Spaulding</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.1.3	<i>Bowerman v. Hamner</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.1.4	<i>Bates v. Dresser</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.1.5	<i>Barnes v Andrews</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência estadual americana	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência estadual americana, excluindo-se Delaware.....	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.1	<i>Percy v. Millaudon</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.2	<i>State of Louisiana v. Bank of Louisiana</i> ...	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.3	<i>Verplanck v. Mercantile Insurance Company</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.4	<i>Godbold v. The Branch Bank at Mobile</i> ...	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.5	<i>Hodges v. New England Screw Co.</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.6	<i>Spring's Appeal</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.1.7	<i>Pollitz v. Wabash R.R. Co.</i>	Error! Bookmark not defined.
5.3.2.2	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência dos tribunais do estado de Delaware	Error! Bookmark not defined.

- 5.3.2.2.1 *Butler v. New Keystone Copper Company* **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.2 *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America* **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.3 *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.* **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.4 *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*.... **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.5 *Allaun v. Consolidated Oil Co.* **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.6 *Cole v. National Cash Credit Association* **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.7 *Eshleman v. Keenan*..... **Error! Bookmark not defined.**
- 5.3.2.2.8 *Loft v. Guth* **Error! Bookmark not defined.**

PARTE III - O DIREITO DE OUTROS PAÍSES **Error! Bookmark not defined.**

6 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO EUROPEU: VISÃO DE TRÊS PAÍSES **Error! Bookmark not defined.**

6.1 INTRODUÇÃO **Error! Bookmark not defined.**

6.2 A IMPORTÂNCIA DO ESTUDO DO DIREITO COMPARADO..... **Error! Bookmark not defined.**

6.3 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO ALEMÃO **Error! Bookmark not defined.**

6.3.1 Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito alemão..... **Error! Bookmark not defined.**

6.3.1.1 Os dois conselhos da AG e seus respectivos poderes **Error! Bookmark not defined.**

6.3.1.1.1 Conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*) **Error! Bookmark not defined.**

6.3.1.1.2 Conselho executivo (*Vorstand*)..... **Error! Bookmark not defined.**

6.3.2 A aplicação da *business judgment rule* no direito alemão..... **Error! Bookmark not defined.**

6.4 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO ITALIANO ... **Error! Bookmark not defined.**

6.4.1 Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito italiano **Error! Bookmark not defined.**

6.4.1.1 As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes **Error! Bookmark not defined.**

6.4.1.1.1	<i>Estrutura tradicional</i>	Error! Bookmark not defined.
6.4.1.1.2	<i>Estrutura monística</i>	Error! Bookmark not defined.
6.4.1.1.3	<i>Estrutura dualística</i>	Error! Bookmark not defined.
6.4.1.2	Deveres e responsabilidades dos administradores	Error! Bookmark not defined.
6.4.2	A aplicação da <i>business judgment rule</i> no direito italiano	Error! Bookmark not defined.
6.5	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> NO DIREITO PORTUGUÊS.....	Error! Bookmark not defined.
6.5.1	Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito português.....	Error! Bookmark not defined.
6.5.1.1	As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes	Error! Bookmark not defined.
6.5.1.1.1	<i>Modelo clássico</i>	Error! Bookmark not defined.
6.5.1.1.2	<i>Modelo anglo-saxônico</i>	Error! Bookmark not defined.
6.5.1.1.3	<i>Modelo germânico</i>	Error! Bookmark not defined.
6.5.1.2	Deveres e responsabilidades dos administradores	Error! Bookmark not defined.
6.5.2	A aplicação da <i>business judgment rule</i> no direito português..	Error! Bookmark not defined.
6.6	TRAÇO COMUM ENTRE OS TRÊS SISTEMAS JURÍDICOS ANALISADOS	Error! Bookmark not defined.
7	VISÃO DA GOVERNANÇA DAS CORPORATIONS NOS ESTADOS UNIDOS, COM ÊNFASE EM DELAWARE	Error! Bookmark not defined.
7.1	INTRODUÇÃO.....	Error! Bookmark not defined.
7.2	VISÃO DA GOVERNANÇA DAS CORPORATIONS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, COM ÊNFASE EM DELAWARE	Error! Bookmark not defined.
7.2.1	A administração das <i>corporations</i> sob o direito societário americano, com ênfase no estado de Delaware.....	Error! Bookmark not defined.
7.2.1.1	O <i>board of directors</i>	Error! Bookmark not defined.
7.2.1.2	Os <i>officers</i>	Error! Bookmark not defined.
7.3	DEVERES FIDUCIÁRIOS.....	Error! Bookmark not defined.

7.4	O DEVER DE LEALDADE	Error! Bookmark not defined.
7.4.1	Decisão desprovida de interesse pessoal	Error! Bookmark not defined.
7.4.2	Julgamento independente.....	Error! Bookmark not defined.
7.4.3	A boa-fé como elemento integrante do dever de lealdade	Error! Bookmark not defined.
7.4.4	O dever de informar: de elemento integrante do dever de lealdade a um dever fiduciário praticamente independente.....	Error! Bookmark not defined.
7.5	O DEVER DE DILIGÊNCIA	Error! Bookmark not defined.
7.6	DEVERES DE LEALDADE E DE DILIGÊNCIA: DUAS FACES DA MESMA MOEDA?	Error! Bookmark not defined.
8	ESTADO ATUAL DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E SEUS DESDOBRAMENTOS NO DIREITO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE	Error! Bookmark not defined.
8.1	INTRODUÇÃO.....	Error! Bookmark not defined.
8.2	ESTADO ATUAL DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> NO DIREITO SOCIETÁRIO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE .	Error! Bookmark not defined.
8.2.1	Elementos que compõem a <i>business judgment rule</i>	Error! Bookmark not defined.
8.2.1.1	Constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada	Error! Bookmark not defined.
8.2.1.2	Ausência de interesse pessoal ou <i>self-dealing</i> , combinado com a independência no processo decisório e a constatação da presença de boa-fé	Error! Bookmark not defined.
8.2.1.3	Constatação do exercício adequado de cuidado e diligência.....	Error! Bookmark not defined.
8.2.1.4	Ausência de abuso de poder discricionário e de desperdício de ativos empresariais, acompanhado de constatação da presença de racionalidade	Error! Bookmark not defined.
8.2.1.5	Ausência de fraude ou ilegalidade.....	Error! Bookmark not defined.
8.2.2	A relação entre o dever de informar e a <i>business judgment rule</i>	Error! Bookmark not defined.
8.2.3	A <i>business judgment rule</i> e os <i>officers</i>	Error! Bookmark not defined.
8.3	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i>	Error! Bookmark not defined.

8.4 O ENHANCED SCRUTINY..... **Error! Bookmark not defined.**

8.5 O CASO BLASIUS E A COMPELLING JUSTIFICATION **Error! Bookmark not defined.**

PARTE IV - DIREITO BRASILEIRO **Error! Bookmark not defined.**

9 A DISCIPLINA DA ADMINISTRAÇÃO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO **Error! Bookmark not defined.**

9.1 INTRODUÇÃO..... **Error! Bookmark not defined.**

9.2 VISÃO DA GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO BRASIL
Error! Bookmark not defined.

9.2.1 A administração das sociedades anônimas brasileiras ... **Error! Bookmark not defined.**

9.2.1.1 O conselho de administração..... **Error! Bookmark not defined.**

9.2.1.1.1 *Diferenças entre o board of directors do direito societário de Delaware e o conselho de administração brasileiro* **Error! Bookmark not defined.**

9.2.1.2 A diretoria..... **Error! Bookmark not defined.**

9.3 DEVERES FIDUCIÁRIOS..... **Error! Bookmark not defined.**

9.4 O DEVER DE LEALDADE E OS NEGÓCIOS JURÍDICOS CELEBRADOS SOB CONFLITO DE INTERESSES **Error! Bookmark not defined.**

9.4.1 Dever de lealdade e o artigo 155 da Lei nº 6.404/76..... **Error! Bookmark not defined.**

9.4.2 Dever de lealdade e outros dispositivos da Lei nº 6.404/76 ...**Error! Bookmark not defined.**

9.4.3 Dever de lealdade e conflito de interesses de acionistas **Error! Bookmark not defined.**

9.5 O DEVER DE DILIGÊNCIA **Error! Bookmark not defined.**

9.6 O REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES..... **Error! Bookmark not defined.**

9.6.1 Responsabilização individual, solidária e decorrente de decisão colegiada; exclusão de responsabilidade **Error! Bookmark not defined.**

9.7 O INTERESSE PÚBLICO E O REGIME DAS EMPRESAS ESTATAIS... **Error! Bookmark not defined.**

10 BUSINESS JUDGMENT RULE, SEUS DESDOBRAMENTOS E O DIREITO BRASILEIRO **Error! Bookmark not defined.**

10.1	INTRODUÇÃO.....	Error! Bookmark not defined.
10.2	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> ENQUANTO REGRA POSITIVADA NO DIREITO BRASILEIRO	Error! Bookmark not defined.
10.2.1	O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da <i>business judgment rule</i> no direito brasileiro	Error! Bookmark not defined.
10.2.2	O <i>caput</i> do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da <i>business judgment rule</i> no direito brasileiro	Error! Bookmark not defined.
10.3	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> ENQUANTO REGRA DE ALOCAÇÃO DE PODER.....	Error! Bookmark not defined.
10.3.1	O caso das estatais	Error! Bookmark not defined.
10.4	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E O CONFLITO DE INTERESSES DO PARÁGRAFO ÚNICO DO ARTIGO 115 DA LSA LEI nº 6.404/76	Error! Bookmark not defined.
10.5	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E O CONFLITO DE INTERESSES DO ARTIGO 156 DA LEI Nº 6.404/76	Error! Bookmark not defined.
10.6	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E AS DECISÕES DOS ADMINISTRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS	Error! Bookmark not defined.
10.7	A <i>COMPELLING JUSTIFICATION</i> E A REGRA ANTIDILUIÇÃO DO § 1º DO ARTIGO 170 DA LEI Nº 6.404/76	Error! Bookmark not defined.
10.8	VISÃO DA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA ..	Error! Bookmark not defined.
10.8.1	O olhar da CVM	Error! Bookmark not defined.
10.8.2	Poder Judiciário	Error! Bookmark not defined.
10.8.3	TCU.....	Error! Bookmark not defined.
11	CONCLUSÃO	34
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49

1 INTRODUÇÃO

Apesar de ser vista como um dos mais importantes institutos do direito societário americano, notadamente do estado de Delaware, e ter sido muito estudada e analisada¹, a *business judgment rule* ainda causa certa confusão e permanece controvertida². Como se verá ao longo deste trabalho, o mesmo acontece no Brasil.

É necessário que se compreenda que a *business judgment rule* e seus desdobramentos são decorrentes de verdadeiro processo histórico de evolução jurisprudencial iniciado há bastante tempo em tribunais ingleses de *equity*. Sem que se compreenda bem tal fenômeno, não será possível interpretá-los e concebê-los adequadamente. Por isso, para que o presente trabalho se desenvolva satisfatoriamente, torna-se essencial estudar tal processo.

Deve-se sempre levar em consideração que o desenvolvimento da *business judgment rule* é fruto da evolução do *common law* (enquanto sistema jurídico). O *common law*, sistema jurídico originário da Inglaterra³, tem características bastante interessantes, pois se inspira no passado, mas permite mudança e inovação⁴. Apesar de dialogarem sobremaneira com o direito positivado⁵, os precedentes

¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020. SHARFMAN, Bernard S. **The importance of the business judgment rule**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>. Acesso em: 16 jul. 2020.

² BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 93.

³ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 2.

⁴ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

⁵ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

jurisprudenciais exercem grande influência, pois são vinculantes⁶. No *common law*, os precedentes jurisprudenciais, simplesmente, não influenciam decisões futuras por serem fonte secundária do direito, mas são verdadeiras fontes primárias. No *common law*, o presente é fruto do passado e é o que dá significado às vidas de futuras gerações⁷. A força vinculante dos precedentes jurisprudenciais possui enormes virtudes, dentre as quais se destacam a segurança jurídica, a confiança, a redução da arbitrariedade, cria igualdade na interpretação e aplicação do direito e encoraja a eficiência⁸.

As mudanças no *common law* não são rápidas, mas, ao mesmo tempo, não são meramente formais⁹. Exemplo disso são os casos em que uma parte depende da outra, como nas relações *principal-agent*, que levou à introdução jurisprudencial dos deveres fiduciários, notadamente pelos juízes de *equity*¹⁰. Tais mudanças, como se verá mais adiante, fizeram surgir a *business judgment rule*.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, que julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*¹¹. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo¹².

⁶ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 143.

⁷ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

⁸ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 9.

⁹ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 3.

¹⁰ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 139. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 2.

¹¹ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199.

¹² DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 138.

O presente trabalho estudará a evolução jurisprudencial inglesa, que influenciou e levou à emergência da *business judgment rule* e seus desdobramentos. A primeira decisão que se relaciona à sua gênese é de 1723. É importante ressaltar que, neste momento, não havia divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje integra os Estados Unidos da América ainda era composto por colônias inglesas; mas era objeto de discussão a aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América.

Apesar da independência política das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, por meio da inauguração imediata de sistema jurídico novo, ou mesmo a criação instantânea de um novo regime legal, como um *common law* americano¹³. Por isso, observa-se grande continuidade entre os direitos inglês e americano, principalmente nos primeiros anos após a emancipação política¹⁴.

Aos poucos, contudo, os juízes americanos passaram claramente a moldar o *common law* dos Estados Unidos da América, que passou a ter vida e conteúdo próprios e, paulatinamente, a distanciar-se do *common law* inglês¹⁵. Como se verá, tal processo leva ao avanço das ideias que moldaram a *business judgment rule*.

O direito societário de Delaware tem especial importância a este respeito, já que os efeitos de sua *Court of Chancery* irradiam-se ao redor do mundo¹⁶. O regime federativo dos Estados Unidos da América permitiu a emergência de verdadeira competição legislativa interna, abrindo espaço para que o direito societário evolua,

¹³ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

¹⁴ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

¹⁵ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 8-10.

¹⁶ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

mesmo que lentamente¹⁷. Mas talvez a principal característica do direito societário de Delaware venha de sua consistência, que torna bastante estável sua amplíssima jurisprudência empresarial e traz segurança jurídica¹⁸. Por isso, é também essencial que se estude a evolução histórica da jurisprudência americana, principalmente a do estado de Delaware.

Apesar de a *business judgment rule* e os seus desdobramentos nascerem, crescerem e residirem no campo do direito, tais institutos jurídicos lidam com o comportamento humano de “entes econômicos” – os administradores e, até certo ponto, os acionistas, como se verá ao longo deste texto -, tornando-se muito importante entender o que está por detrás do comportamento deles. Por isso, é relevante que se traga uma visão de caráter econômico da chamada “*agency theory*” e como ela afeta a *business judgment rule*.

Será estudada a “delegação” sob a ótica da economia, que se origina nos limites com os quais o ser humano se choca ao exercer suas atividades. O *principal*, assim, confia ao *agent* algumas de suas funções e trabalhos.

Tal tipo de relacionamento, como se observa, é fruto de comportamento humano e a “delegação” emerge de algo que, para os economistas, é considerado um

¹⁷ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 1 e 4-6.

¹⁸ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 280. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1446-1447.

“contrato”¹⁹. Isso leva à divisão do trabalho, que muito comumente conduz à maior eficiência econômica²⁰.

É muito comum existir a chamada “assimetria informacional” no relacionamento entre *principals* e *agents*, pois este normalmente possui mais informações que aquele²¹.

A existência de informações assimétricas dificulta a adequada alocação de recursos econômicos escassos²². Além disso, a ligação – mesmo que meramente

¹⁹ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 302. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, pp. 20 e 43. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 622. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

²⁰ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 6. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 330. ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, pp. 18-19. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 37.

²¹ PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay - the remuneration committee’s dilemma**. Cham: Palgrave Pivot, 2019, p. 13. SPREMANN, Klaus. Agent and principal. *In*: BAMBERG, Gunter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987, p. 3. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 8. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 37 e 145. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 204. ARROW, K. Research in management controls: a critical synthesis. *In*: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1963, p. 538. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 4-5.

²² LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 13. PITTA, André Grunspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 71.

indireta – entre *principal* e *agent* será também atingida por mais um fator, a saber, a falta de interesses convergentes entre ambos²³.

As nuances e as dificuldades que naturalmente existem no relacionamento entre *principal* e *agent* fazem emergir aquilo que se convencionou chamar de “conflitos de agência”²⁴. Tais *conflitos* naturalmente existem nas relações empresariais e, portanto, no âmbito societário²⁵.

O direito societário, por sua vez, deveria tentar resolver ou mitigar os problemas relacionados aos *agency conflicts*, notadamente no que diz respeito aos administradores e à possibilidade de agirem oportunamente. A tentativa de mitigar os *agency conflicts* gera os *agency costs*, que não são desprezíveis²⁶.

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de *regras precisas* que determinem serem ilegais determinados comportamentos especificamente listados e delineados, ou por meio de

²³ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 11-12. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998, p. 101. SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016, pp. 1440-1442.

²⁴ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30.

²⁵ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 3. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

²⁶ EASTERBROOK, Jonh H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984, p. 542.

padrões abertos (ou *standards*), que deixam a determinação exata de eventual (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que decidirá *ex post*²⁷.

Em geral, a legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas²⁸. No caso específico do direito societário, as justificativas técnicas devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos²⁹, e (ii) reduzir comportamento oportunístico³⁰. O presente trabalho estuda, então, as estratégias para reduzir os *agency costs* e como a *business judgment rule*. Para tanto, podem ser utilizadas e conjugadas regras precisas e padrões abertos (*standards*). Mesmo que as regras precisas sirvam para prescrever previamente (*ex ante*) como o ser humano deve se comportar, são pouco convenientes para tratar de questões societárias internas e complexas, já que podem deixar lacunas a serem exploradas ou mesmo proibir erroneamente algumas condutas pertinentes. Assim, o legislador apoia-se amplamente nos *standards*.

O emprego dos *standards* na positivação de normas para tentar lidar com o comportamento humano dá propósito aos deveres fiduciários. O conteúdo de tais deveres, via de regra, é determinado *ex post*, casuisticamente, para se evitar que o

²⁷ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, pp. 22-23. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 626-633. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

²⁸ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 15. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621-622. BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 15.

²⁹ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 14.

³⁰ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p 14. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621.

texto legal deixe de atingir seus objetivos³¹. A utilização da *business judgment rule*, que foi criada jurisprudencialmente, vai neste sentido e serve para evitar a determinação prévia do conteúdo do dever e diligência³².

Além disso, é muito importante que se imponha limites à interferência estatal e ao alcance da regulamentação, e a *business judgment rule* também serve a este propósito³³. Logo, o emprego de *standards* para reger questões societárias internas e complexas em companhias abertas será, via de regra, mais adequado do que a adoção de regras precisas³⁴.

Reputa-se, hoje, que ser o direito societário de Delaware o mais relevante dos Estados Unidos da América, passando a, vagarosamente, influenciar regimes jurídicos de vários outros países.

O direito societário de Delaware é conhecido por conceder amplos poderes discricionários e margem de manobra aos administradores, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*³⁵. O *board of directors* das *corporations* constituídas no referido Estado é o órgão obrigatório em que

³¹ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law.** [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

³² ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law.** [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

³³ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne.** Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not.** [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

³⁴ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1294-1295.

³⁵ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne.** Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not.** [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

praticamente todo poder e autoridade são exercidos no âmbito da sociedade³⁶. Na típica companhia aberta americana é o *board of directors* que detém efetivo poder de mando sobre as atividades empresariais, pois acontece o “divórcio” entre a propriedade acionária e o real controle, que é exercido pelo referido órgão³⁷. Mas, no que diz respeito à administração do dia a dia da sociedade, o órgão colegiado comumente delega poderes amplos aos *officers*, o que coloca o *board of directors* em função que mais se assemelha a de órgão de supervisão³⁸.

Os administradores das companhias americanas possuem deveres fiduciários a serem observados, que, ao mesmo tempo, guiam as decisões dos gestores e lhes dão poder discricionário para decidir³⁹. O primeiro de tais deveres é o de lealdade, que deve ser absoluta em relação à sociedade⁴⁰. O outro grande dever fiduciário é o de diligência, que atribui responsabilidade de zelar pelo acervo patrimonial social⁴¹.

A *business judgment rule* arvora-se, inicialmente, como norma voltada para a governança da sociedade, por atribuir aos administradores o poder para gerir os negócios sociais. Somente em caso de inobservância de deveres fiduciários ou inexistência de propósito negocial racional, a vontade dos administradores poderá ser substituída pela da dos sócios ou dos integrantes do Poder Judiciário.

³⁶ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 155. Para Stephen M. Bainbridge, o *board of directors* representa o ápice da hierarquia de poder das *corporations*. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85.

³⁷ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Brunswick e London: Transaction Books, 1991, p. 66.

³⁸ FERRARA, Ralph C. *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

³⁹ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 619.

⁴⁰ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019,, pp. 3-16.7.

⁴¹ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

Em segundo lugar, a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos. De fato, para que a empresa prospere, assumir riscos fará parte do dia a dia dos administradores. Se forem pessoalmente responsabilizados todas as vezes que uma decisão empresarial leve à perda, estarão pouco propensos a assumir qualquer risco e, assim, a empresa não avançará. Logo, os administradores devem estar protegidos em suas decisões e somente devem ser pessoalmente responsabilizados em caso de descumprimento de deveres fiduciários ou caso suas decisões não possuam propósito comercial racional.

A *business judgment rule* é formada por vários elementos e parte da constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada, presumindo que os deveres fiduciários de diligência e lealdade tenham sido corretamente exercidos. Ademais, mesmo que inicialmente pudesse existir dúvida, a jurisprudência, hoje, confirma que os diretores – os *officers* - também são protegidos pela aplicação da *business judgment rule*⁴².

Mas, observe-se, a presunção trazida pela *business judgment rule* que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários em relação à sociedade trazida é relativa e pode ser derrubada⁴³. Ficará a cargo dos autores fazer alegações adequadas no processo, na tentativa de narrar o descumprimento do dever de diligência ou de lealdade⁴⁴. A análise judicial que se instaura a partir de então volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo de tomada de decisão por parte dos administradores⁴⁵. É a chamada “*entire fairness*”.

⁴² HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 867-870. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 398-403.

⁴³ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-44 e 2-45.

⁴⁴ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-8.

⁴⁵ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112.

Não obstante a *business judgment rule* ser, em tese, aplicável a todas as decisões empresariais, há um padrão intermediário de revisão judicial adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais⁴⁶.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma “questão empresarial”, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal⁴⁷. É a chamada “*compelling justification*”.

Uma vez delineada a aplicação da *business judgment rule* no direito americano, notadamente com base na construção jurisprudencial do estado de Delaware, é forçoso investigar a sua aplicação no direito brasileiro.

A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características da própria companhia. Assim, a sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística⁴⁸. A divisão das funções administrativas em órgãos sociais distintos, como visto na estrutura dualística, é tendência que se vê em vários países, dentre os quais podem ser destacados Alemanha, Itália, Portugal e Estados Unidos da América, tratados no presente

⁴⁶ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 5A-7 e 5A-9. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018., p. 2-57.

⁴⁷ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49. MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

⁴⁸ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

trabalho⁴⁹. A Lei nº 6.404/76 no Brasil abriu o caminho para a adoção de estrutura dualística no direito societário Pátrio.

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente⁵⁰. Em decorrência da maneira de deliberar, a responsabilidade dos conselheiros de administração, que não é objetiva, é sempre coletiva, apesar de não ser solidária⁵¹.

O conselho de administração não é órgão executivo e suas reuniões acontecerão de tempos em tempos, pois as atribuições do conselho de administração são, em boa parte, de orientação, supervisão e fiscalização, sendo poucas de caráter diretivo⁵².

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação⁵³, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras, pois seria inviável uma sociedade anônima existir sem alguém que a represente e conduza seus negócios⁵⁴. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente, como se vê no conselho de administração.

⁴⁹ V. Capítulos 6 e 7 *infra*.

⁵⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 22. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, pp. 814-815. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 406.

⁵¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23.

⁵² BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 397.

⁵³ Cf. artigos 138, § 1º, e 144, ambos da Lei nº 6.404/76.

⁵⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 331.

A diretoria será composta de, no mínimo, um diretor, ficando a cargo dos acionistas designar no estatuto social o número máximo. Não obstante a possibilidade de haver pluralidade de diretores, a diretoria, em si, não é considerada órgão de decisão colegiada, e as atividades gerenciais são normalmente exercidas individualmente por cada um dos referidos administradores, conforme designado no estatuto social⁵⁵. Caso o estatuto social silencie e o conselho não delibere sobre o assunto, tanto a prática de atos regulares de gestão quanto a representação da companhia caberão a qualquer diretor. Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o estatuto social poderá estabelecer que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião colegiada.

A Lei nº 6.404/76 prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores. Note-se, contudo, que, enquanto os deveres fiduciários no direito societário de Delaware são originados de construção jurisprudencial, no direito brasileiro são fruto de positivação de normas. Caso os administradores deixem de cumprir adequadamente seus deveres, poderão ser pessoalmente responsabilizados e suas decisões poderão ser objeto de disputa.

As empresas chamadas “estatais”, em que o Estado é detentor da maioria ou a totalidade do capital social, são fenômeno bastante comum ao redor do mundo⁵⁶. A participação do Estado no capital de sociedades empresárias também é fenômeno observado no Brasil⁵⁷. Note-se que, via de regra, as atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio. Mas a legislação brasileira determina que as empresas públicas e as sociedades de economia mista e

⁵⁵ Cf. artigo 143, IV, da Lei nº 6.404/76.

⁵⁶ WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019, p. 2. OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 25-44.

⁵⁷ OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 53-55.

as suas subsidiárias sujeitam-se ao regime jurídico-societário próprio das empresas privadas. Aplicam-se à estatais, assim, regras similares às das empresas privadas no que diz respeito à governança, à atribuição de poderes e à responsabilidade de administradores.

Uma vez estudada a disciplina da administração das companhias brasileiras, deve-se investigar a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos no direito societário pátrio.

Discute-se a compatibilidade da *business judgment rule* e a possibilidade de existirem normas positivadas que a representem ou integrem ao direito brasileiro. O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, aparentemente equivale à *business judgment rule* no direito brasileiro, já que o referido dispositivo dá poder ao magistrado para reconhecer a exclusão de responsabilidade do administrador que tenha agido de boa-fé. Sobre tal assunto, a doutrina se divide, mas, ao que parece, tal dispositivo legal não equivale e não se assemelha à *business judgment rule*, já que ambas cumprem funções diferentes e servem a propósitos distintos. A adequada compreensão da equivalência do referido dispositivo legal com a *business judgment rule* depende da compreensão de todo o conteúdo da regra pretoriana anglo-saxônica para que se possa, após, confrontá-la com o dispositivo legal brasileiro. Ao que parece, a *business judgment rule*, além de criar presunção *ex ante* de que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários, é mais abrangente do que o dispositivo legal brasileiro em comento.

Discute-se, também, a equivalência do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, com a *business judgment rule*. A primeira parte do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, dispõe que “[o] administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”. Em decorrência da isenção de responsabilidade trazida pelo texto literal do referido artigo

158, parte da doutrina entende que esta seria, na verdade, a norma positivada do direito brasileiro equivalente à *business judgment rule*⁵⁸.

O referido artigo 158, mesmo que impeça a responsabilização pessoal dos administradores, não é capaz, em nenhum momento, de proteger a própria decisão tomada pelos administradores. Assim, tal dispositivo legal não é suficiente para fazer observar a atribuição de poderes nas mãos dos administradores.

A evolução jurisprudencial vista no direito societário dos Estados Unidos da América, notadamente do estado de Delaware, deixa claro que, hoje, a principal função da *business judgment rule* é a de servir como regra de governança e de alocação de poder nas mãos dos administradores. A *business judgment rule* torna absolutamente claro que, exceto em caso de descumprimento de deveres fiduciários ou falta de propósito negocial racional, as decisões tomadas pelos administradores não serão substituídas pela vontade dos sócios ou do Poder Judiciário. A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia. Mesmo assim, são encontradas normas ao longo da Lei nº 6.404/76 que alocam poderes de maneira restritiva nas mãos dos administradores. Assim, tais normas passam a compor, também em parte, a *business judgment rule* positivada no direito societário brasileiro.

As empresas estatais, não obstante também serem guiadas pelo interesse público, submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016 –, aplicando-se normalmente a *business judgment rule* ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos seus administradores.

A análise relacionada ao direito brasileiro vai além da própria *business judgment rule*. De fato, utiliza-se *entire fairness* para tentar resolver a questão do

⁵⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 165-193. BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

conflito de interesses do Parágrafo Único do artigo 115 e do artigo 156, ambos da Lei nº 6.404/76. Ainda, emprega-se a *entire fairness* para analisar as decisões empresariais tomadas por administradores de empresas estatais. Usa-se, ainda, a *compelling justification* para interpretar a regra antidiluição do § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.

Tendo em vista que há algum tempo já há a tentativa de se aplicar a *business judgment rule* no direito brasileiro, verificar a interpretação dada pelos tribunais brasileiros e alguns órgãos de caráter administrativo torna-se relevante, principalmente em relação à CVM, ao TCU e ao TJSP. Por isso, esta tese não poderia se esquivar de fazer tal verificação.

O presente trabalho está estruturado da seguinte forma: inicia-se com a presente introdução. No segundo capítulo, explica-se a *agency theory*. No terceiro capítulo, para facilitar a compreensão do resto do trabalho, faz-se uma análise preliminar do conteúdo e do significado da *business judgment rule* e como ela se relaciona com os *agency conflicts*. No quarto capítulo, faz-se um apanhado histórico da evolução da *business judgment rule* no direito inglês. No quinto capítulo, estuda-se a evolução histórica da *business judgment rule* e o direito americano. No sexto capítulo é feito estudo de direito comparativo, analisando-se a estrutura de governança e as atribuições dos administradores (bem como suas responsabilidades), e a aplicação da *business judgment rule* em três países europeus, cujos regimes jurídicos exercem muita influência sobre o direito societário brasileiro, a saber, a Alemanha, a Itália e Portugal. No sétimo capítulo, aprofunda-se a análise do direito societário americano, notadamente do estado de Delaware, estudando-se a governança e as atribuições dos administradores. No oitavo capítulo, aprofunda-se especificamente o estudo da utilização da *business judgment rule* no direito do estado de Delaware, incluindo-se, ainda, seus desdobramentos (*entire fairness*, *enhanced scrutiny* e *compelling justification*). O capítulo nono principia o estudo do direito societário brasileiro no presente trabalho, explorando-se a disciplina do direito societário pátrio. No capítulo dez, estuda-se a aplicação da *business judgment rule* propriamente dita no direito societário brasileiro, encerrando-se com uma conclusão e, após, uma lista de referências bibliográficas utilizadas e mencionadas ao longo do texto.

2 CONCLUSÃO

Percorreu-se, ao longo deste trabalho, um caminho que passou pela análise econômica, pela visão histórica, pelo direito comparado e, finalmente, à utilização da *business judgment rule* (e alguns de seus desdobramentos) no direito brasileiro.

Como se viu no Capítulo 2, a delegação – enquanto fenômeno econômico – vista nas atividades empresariais faz surgir a relação *principal-agent*. A delegação conduz à divisão do trabalho, que leva a maiores índices de eficiência econômica. A delegação e a relação entre *principals* e *agents* gera, ainda, a assimetria informacional e o desalinhamento de interesses.

Para lidar com os problemas de assimetria informacional e de desalinhamento de interesses emergem os chamados *agency costs*. O direito societário pode ser utilizado para lidar com os *agency costs*, de maneira a tentar reduzi-los.

Já se sabe que é muito difícil determinar *ex ante* de maneira detalhada o comportamento dos *agents*. Não obstante, existem várias técnicas para se tentar fazer com que os *agents* venham a tomar decisões de maneira a levar em consideração os interesses dos *principals*. Tais técnicas geralmente não são utilizadas isoladamente.

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de (i) *regras precisas* que determinem serem ilegais determinados comportamentos precisamente delineados, ou (ii) *padrões abertos* (ou *standards*), que deixam a determinação exata se houve (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que tomará decisão *ex post*.

A legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas. Torna-se necessário escolher *ex ante*, com base em tais justificativas técnicas, quais são os objetivos esperados da legislação, inclusive para que se possa verificar, *ex post*, se foram atingidos. No caso específico

do direito societário, as justificativas técnicas, segundo devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos, e (ii) reduzir comportamento oportunístico.

Em tese, várias estratégias podem estar disponíveis e coexistir, mas o legislador pode não ter acesso a todas. A estratégia de se utilizar regras precisas e padrões abertos acima apontada, se implementada adequadamente, pode ser bastante eficiente, notadamente se as pessoas às quais se direcionarem os comandos legais estiverem bem-informadas acerca do que é permitido ou proibido.

Regras precisas trazem padrões objetivos, já que especificam de antemão exatamente o que é proibido ou permitido (a depender do caso), cabendo ao julgador somente verificar se os fatos ocorridos na vida real são os mesmos positivados. Já um padrão aberto (ou *standard*) deixará nas mãos daquele com competência para julgar o trabalho de determinar *ex post* o alcance da norma e o que é permitido ou proibido.

Regras muito precisas podem levar a dois fenômenos distintos, mas relacionados a “*overinclusion*” e a “*underinclusion*”. Para as relações e questões societárias internas e complexas, parece ser menos adequado fiar-se somente em regras precisas. A explicação é simples: em se tratando de questões complexas, há grande chance de ocorrer o fenômeno da *underinclusion* anteriormente descrito, o que facilitaria a utilização de lacunas legais para que se coloque em risco toda a estratégia regulatória pretendida. A *business judgment rule*, que foi criada jurisprudencialmente, deve ser vista como resposta a eventuais efeitos deletérios da tentativa de se determinar de antemão o alcance de dever fiduciário.

No Capítulo 3, viu-se que administradores de sociedades anônimas tomam decisões de todos os tipos. Após serem tomadas, os resultados podem ou não ser os esperados. Independentemente dos resultados obtidos, os administradores são sempre obrigados a permanecer leais e agir diligentemente em relação às companhias que administram.

A *business judgment rule* determina que as decisões negociais tomadas por gestores serão protegidas e que os administradores não serão, via de regra,

pessoalmente responsabilizados por eventuais prejuízos ou perdas sofridas pela companhia.

A proteção dada pela *business judgment rule* pode ser vista como *contraponto* aos deveres fiduciários tradicionais, já que presume serem corretas as decisões tomadas pelos administradores, mesmo nos casos em que, *posteriormente*, sejam consideradas absolutamente equivocadas, ou que até mesmo tenham ocasionado a derrocada da empresa.

A limitação imposta à intervenção judicial trazida pela *business judgment rule* decorre da própria lógica das normas de direito societário, normalmente configuradas para tentar harmonizar dois valores que competem entre si, a saber, a *autoridade* e a *responsabilidade*. Assim, são preservados os poderes decisórios (e discricionários) dos conselheiros (por meio da autoridade), de um lado, bem como a possibilidade de responsabilizá-los por suas decisões, de outro lado.

A existência e utilização da empresa enquanto ente centralizador da atividade econômica justificam-se pela redução de *transaction costs* normalmente encontrados em operações cursadas livremente no mercado.

É indispensável que, no dia a dia das atividades empresariais, os administradores tenham liberdade suficiente para tomar decisões empresariais a qualquer momento. É essencial possuírem espaço de manobra para se adaptarem e resolverem problemas tão logo apareçam. Por isso, necessitam de poder discricionário amplo para constantemente agir e tomar toda sorte de decisões em nome da sociedade que representam.

A *business judgment rule* coloca-se, em primeiro lugar, como regra de governança, pois determina a alocação ou atribuição de poder no seio empresarial nas mãos dos administradores. A alocação de poderes trazida pela discricionariedade intrínseca à *business judgment rule* preclui que terceiros que não sejam administradores tentem impor aquilo que entenderem ser melhor para a sociedade.

Em segundo lugar, a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos. De fato, para que a empresa prospere, assumir riscos fará parte do dia a dia dos administradores. Se forem pessoalmente responsabilizados todas as vezes que uma decisão empresarial leve à perda, estarão pouco propensos a assumir qualquer risco e, assim, a empresa não avançará. Administrar, afinal de contas, é obrigação de meio, não de resultado.

A *business judgment rule* é considerada “*deferential*”, pois os administradores não terão suas decisões revistas judicialmente e não lhes será imputada responsabilidade de indenizar.

A presunção protetiva trazida pela *business judgment rule* não é absoluta e pode ser derrubada, mesmo que isso não seja tarefa fácil. Quando isso acontece, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá aos administradores demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas.

Existe um outro padrão de revisão judicial adotado pelos tribunais do estado de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, normalmente aplicado quando *potencialmente* existir conflito de interesses.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma decisão essencialmente empresarial, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas. Se a decisão tomada pelos *directors* tinha como resultado reduzir o poder de voto dos acionistas, os referidos administradores deveriam demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto.

No Capítulo 4, viu-se que a *business judgment rule* origina-se e desenvolve-se da *equity* a partir da jurisprudência do sistema jurídico do *common law*, remontando ao direito inglês do século 18. Assim, a *business judgment rule* é fruto de construção jurisprudencial da *equity* dentro do *common law* enquanto sistema jurídico.

Os juízes de *equity*, chamados de *chancellors*, sempre tiveram posicionamento que hoje seria visto como “ativista” e, como resultado, inseriram olhar prospectivo ao *common law*, principalmente para tentar combater abusos.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, cujos juízes sempre foram chamados de “*chancellors*”. Tais tribunais julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*, cujas regras e procedimentos, com o passar do tempo, tornaram-se muito formais e estritos, e, portanto, injustos. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo.

O primeiro caso que traz algumas das ideias que mais tarde passaram a integrar a *business judgment rule* é datado de 1723, da *Court of Chancery* inglesa.

Neste momento, apesar de não haver propriamente uma divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje compõe os Estados Unidos da América ainda era composto por colônias inglesas, havia relevante discussão acerca da aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América. Apesar de importantes juristas daquela época entenderem que somente leis originárias do Parlamento inglês deveriam ser aplicadas nas colônias, o *common law* inglês era constantemente utilizado nas fundamentações de decisões de lavra de juízes na América.

Mesmo com a independência das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, com a inauguração imediata de sistema jurídico novo, ou mesmo a criação instantânea de um novo regime legal, como um *common law* americano. Por isso, observa-se grande continuidade entre os direitos inglês e americano, mesmo nos primeiros anos após a independência.

Já no Capítulo 5, viu-se que não obstante ter sido travado acalorado debate acadêmico acerca da inaplicabilidade do *common law* inglês às colônias, tal regime legal era constantemente aplicado em decisões judiciais em território americano.

Mesmo com a independência das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, com a inauguração imediata de sistema jurídico novo. Observa-se grande continuidade entre o direito inglês e o americano, mesmo nos primeiros anos após a emancipação política.

O distanciamento maior e mais facilmente perceptível entre o *common law* inglês e o americano aconteceu somente no século 19, pois os juízes passaram a perceber que influenciariam o comportamento humano para além dos casos individuais que julgavam.

O direito americano – incluindo os princípios de *equity* nele observados - encontra-se dentro da “família” do *common law* enquanto sistema jurídico. Mas, por bom tempo, discutiu-se a adequação da aplicação da *equity* nos Estados Unidos da América. A partir do século 18, e seguindo a tradição inglesa, o *common law* amadurece e torna-se menos flexível, surgindo espaço para a *equity* emergir e ser aplicada tanto em tribunais próprios quanto nos de *common law*. Delaware é um caso muito interessante, que teve sua *Court of Chancery* criada em 1792, quando da promulgação de sua constituição.

A notoriedade da *Court of Chancery* em matéria societária foi sobremaneira expandida, notadamente para fora dos limites geográficos dos Estados Unidos da América durante a década de 1980, em decorrência de célebres casos de aquisições hostis de controle que culminaram por ser discutidos judicialmente.

A determinação *a posteriori* do conteúdo dos padrões abertos, com a construção caso a caso dos direitos e deveres dos administradores, representa tarefa árdua e que leva bastante tempo e depende de tribunal que saiba lidar adequadamente com questões societárias. Por isso, os tribunais do estado de Delaware ocupam especial lugar no direito societário dos Estados Unidos da América. Afinal de contas, foi na jurisprudência do estado de Delaware que a *business judgment rule* encontrou seu verdadeiro lar e evoluiu plenamente.

No Capítulo 6, viu-se que há diferenças significativas entre os regimes jurídicos, de governança e de dispersão (e concentração) de controle acionário ao

redor do mundo. Não obstante, problemas jurídicos similares podem aparecer em vários países. A troca de experiência entre os diversos países, integrantes ou não do mesmo sistema jurídico, pode ser bastante positiva na busca das melhores soluções. Há influência “cruzada” dos regimes jurídicos de diversos países e sistemas, que se apresenta cada vez maior.

O direito societário americano também exerce influência ativa sobre outros regimes mundo afora, inclusive em relação às legislações inglesa, alemã, italiana e brasileira. Isso se observa claramente ao longo do presente trabalho, focado em estudar um instituto jurídico, cujas origens são encontradas na Inglaterra, mas que efetivamente se desenvolveu nos Estados Unidos da América e fixou seu lar definitivo na jurisprudência do estado de Delaware.

Inúmeros países e seus respectivos regimes jurídicos aderiam à ideia de que os administradores constantemente tomam decisões sob condição de incerteza, e que a adoção de padrão excessivamente rigoroso de dever de diligência abrirá espaço para que o Poder Judiciário, decidindo retrospectivamente, puna conselheiros de administração e diretores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade, independentemente de se constatar qualquer culpa ou dolo, o que seria pouco salutar, pois a atividade empresarial será menos eficiente sob o ponto de vista econômico. Logo, a adoção de alguma forma da *business judgment rule*, mesmo em países que não adeptos do *common law* enquanto regime jurídico, tornou-se comum.

A *business judgment rule* foi positivada no direito alemão por meio da edição, em 2005, da UMAG. Assim como visto nos Estados Unidos da América, a aplicação da *business judgment rule* ao direito alemão serve para evitar que o Poder Judiciário decida *ex post* e puna administradores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade.

Diferentemente do que se viu na Alemanha, a *business judgment rule*, na Itália, não foi positivada. Não obstante, sua aceitação é ampla, tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência. Note-se, contudo, que, por falta de delimitação legal clara, o escopo e os critérios de aplicação da *business judgment rule* ainda são objeto de

certa controvérsia. Assim, por exemplo, de um lado, há interpretação de que a aplicação da *business judgment rule* independeria das habilidades do administrador. Mas há, por outro lado, a visão de que as habilidades pessoais do administrador também devam ser levadas em consideração, o que representaria dizer que a aplicação da *business judgment rule* dar-se-ia de maneira mitigada. Apesar de existirem duas linhas de pensamento distintas, as diferenças seriam menos importantes do que aparentam, sendo que a vertente que prevaleceu foi a que aplica a versão mais forte da *business judgment rule* e garante proteção maior aos administradores.

Em Portugal, a regra que protege os administradores nos moldes da *business judgment rule* foi positivada. Com efeito, o artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, cria uma regra de imunidade que combate a presunção de culpa relacionada à atuação dos administradores. Para a aplicação da regra de isenção de responsabilidade do artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, contudo, alguns requisitos deverão ser observados. Em primeiro lugar, o administrador deverá provar ter agido em termos informados, em decorrência do exercício do dever de cuidado. Em segundo lugar, o administrador deverá observar plenamente o dever de lealdade, pois deverá estar comprovadamente “livre de qualquer interesse pessoal”. Por fim, deverá, o administrador, comprovar ter agido dentro de critérios de racionalidade empresarial.

No Capítulo 7, viu-se que o direito societário do estado de Delaware é considerado o mais importante dos Estados Unidos da América.

Apesar de as regras precisas e bem-redigidas servirem para influenciar positivamente o comportamento humano, os padrões legais abertos (*standards*), em que o alcance das normas fica para ser determinado posteriormente pelo Poder Judiciário, são mais flexíveis e podem ser facilmente adaptados *ex post* quando necessário, sem inevitáveis e constantes reformas legislativas. O direito societário do estado de Delaware segue, em boa parte, o modelo de *standards*.

A estrutura típica formal de controle e operações das *corporations* de Delaware é formada por três “grupos” diferentes em composição e funções: (i) o

composto pelos acionistas (assembleia geral); (ii) o formado pelos *directors* (o *board of directors*); e (iii) os *officers*.

Os *shareholders* poderão exercer poder de controle em relação à sociedade, em boa parte, por meio da eleição dos membros do *board of directors*. O *board of directors* é órgão obrigatório em todas as *corporations* constituídas em Delaware. Os *directors* terão poder de mando efetivo, já que a lei societária lhes outorga poderes gerenciais amplos e centralizados. Assim, a lei societária dá aos *directors* o poder para gerenciar o dia a dia da *corporation*.

Note-se, contudo, que é muito comum, notadamente companhias abertas, que o gerenciamento efetivo seja delegado aos *officers*, que se tornam responsáveis pelos afazeres diários da sociedade, colocando o *board of directors* em posição de supervisão do que propriamente em função executiva.

No direito societário do estado de Delaware, os deveres fiduciários ocupam lugar relevante, notadamente para guiarem adequadamente os administradores das *corporations* no exercício do poder discricionário que lhes é atribuído.

No direito societário de Delaware, os deveres fiduciários cumprem duas funções bastante diferentes. Em primeiro lugar, os administradores devem ser absolutamente justos e honestos na busca e na realização de seus interesses pessoais. Em segundo lugar, o dever de diligência tenta evitar que o administrador execute suas funções com desleixo e descaso em relação à sociedade.

Tais deveres fiduciários que, a princípio, seriam aplicáveis somente ao *board of directors*, também deverão ser plenamente observados pelos *officers*. A falta de direcionamento legislativo não impediu que a jurisprudência pacificasse a discussão.

Além dos administradores, a jurisprudência do estado de Delaware entende que os acionistas controladores também possuem dever fiduciário – especificamente, o de lealdade – em relação aos minoritários e à própria sociedade.

Para que a decisão administrativa seja protegida pela *business judgment rule*, o administrador deverá ter observado o dever de lealdade, em decorrência da fé que

lhes é consignada. Assim, *directors* e *officers* devem sempre agir – e demonstrar que o fizeram – de boa-fé e escrupulosamente em relação à sociedade que administram.

Em situações em que possam ter ou receber benefício pessoal em detrimento da sociedade ou de seus acionistas, os administradores deverão demonstrar que agiram de maneira adequada em termos econômicos justos para a companhia.

Já que aos *directors* e os *officers* são conferidos poderes para gerenciar o acervo patrimonial social, também lhes são atribuídas responsabilidades de por ele zelar. Mesmo que de maneira indireta, tais administradores também deverão proteger os interesses financeiros dos acionistas e demais investidores. Por isso, tais administradores devem sempre agir diligentemente e prudentemente ao tomarem decisões no âmbito da sociedade.

Tal cuidado deve ser exercido mediante razoável obtenção e devida consideração de todas as informações relevantes relacionadas às decisões a serem tomadas. Em outras palavras, os administradores somente devem tomar decisões no âmbito societário se estiverem prévia e razoavelmente informados dos aspectos mais importantes.

Viu-se no Capítulo 8 que a presunção criada pela *business judgment rule* de que os administradores são cumpridores de seus deveres fiduciários está no âmago do direito societário americano, notadamente no de Delaware. Mas a proteção trazida por tal instituto jurídico pretoriano não é considerada absoluta, pois pode ser colocada de lado em alguns casos, apesar de alocar sobre os autores do processo a incumbência de alegar adequadamente a inobservância de deveres fiduciários.

Tendo disso tomada uma decisão empresarial, a *business judgment rule* traz presunção intrínseca que protege os administradores, restando aos autores dos processos fazer alegações adequadas para tentar derrubar o salvo-conduto dado aos gestores.

Tanto *directors* quanto *officers* devem cumprir de maneira semelhante os deveres fiduciários que lhes são inerentes. Em relação à *business judgment rule*, a

jurisprudência de Delaware não deixa qualquer dúvida que as decisões de cunho empresarial tomadas pelos *directors* são, via de regra, por ela protegidas. Contudo, pairavam dúvidas acerca da sua aplicabilidade aos *officers*. Precedentes jurisprudenciais proferidos com base no direito societário de Delaware, os *officers* e as suas decisões passaram a receber o mesmo tipo de proteção vista em relação aos *directors* e seus atos, sempre com fulcro na *business judgment rule*.

A presunção trazida pela *business judgment rule* de que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários em relação à sociedade é relativa e pode ser derrubada, apesar de não ser tarefa fácil.

A demonstração a ser inicialmente feita pelos autores da ação dá-se por meio de alegações feitas no processo, que tentam narrar o descumprimento do dever de diligência ou do de lealdade. Quando o tribunal entender que foram trazidos elementos suficientes que demonstrem descumprimento dos deveres dos administradores, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá a eles demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas. Caberá, assim, aos administradores, demonstra que agiram em *entire fairness*.

Nas *ownership claim issues*, os acionistas têm percepção psicológica diferente em relação às *enterprise issues*, principalmente por sentirem os impactos imediatos e de maneira a alterar conforme a vontade de terceiros seus direitos de propriedade. Assim, abre-se espaço para surgimento de um padrão intermediário de revisão judicial de decisões empresariais, adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais. Tal padrão não é tão rigoroso quanto a *entire fairness*.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma *enterprise issue*, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal. Caso os administradores tomem decisão que venha a interferir em direito de

voto, mesmo que o ato esteja aparentemente perfeito sob o ponto de vista da legalidade, os gestores terão de demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto.

No Capítulo 9 viu-se que estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia, podendo adotar estrutura monística ou dualística. A partir da edição da Lei nº 6.404/76, adotou-se regime jurídico no Brasil que prevê a utilização de conselho de administração (estrutura dualística).

As sociedades anônimas brasileiras deverão necessariamente ter conselho de administração, se forem companhias abertas, tiverem capital autorizado ou forem sociedades de economia mista. Nas demais, tal órgão é meramente facultativo.

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente. A responsabilidade dos conselheiros de administração, que não é objetiva, é sempre coletiva, apesar de não ser solidária.

Por não ser órgão executivo, suas reuniões acontecerão de tempos em tempos, pois as atribuições do conselho de administração são, em boa parte, de orientação, supervisão e fiscalização, sendo poucas de caráter diretivo. O artigo 142 da Lei nº 6.404/76 prevê as atribuições do conselho de administração.

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente.

Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o artigo 143, § 2º, da Lei nº 6.404/76, permite que o estatuto social estabeleça que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião colegiada.

A Lei nº 6.404/76 prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores. Os deveres fiduciários servem para impor padrão de comportamento aos administradores. As normas positivadas na Lei nº 6.404/76 tentam criar padrões abertos de comportamento visto como adequado (*standards*).

A Lei nº 6.404/76 traz regras relacionadas à responsabilidade (e à ausência de responsabilidade) dos administradores. De fato, o artigo 158 regula eventual obrigação de indenizar dos administradores.

Pelo que se extrai do texto legal, a escolha do legislador não foi no sentido de, logo no primeiro dispositivo que trata do assunto, impor responsabilidade pessoal aos administradores. Logo, trata-se claramente de dispositivo legal que exclui de antemão a responsabilidade do administrador que agiu de maneira adequada, independentemente do resultado de sua gestão.

Não se trata, portanto, de responsabilidade objetiva ou de culpa presumida (com inversão do ônus probatório). O regime de responsabilidade de administradores na Lei nº 6.404/76 tem como base a culpa grave, invertendo-se o ônus da prova tão somente em casos específicos em que tal medida processual for fundamentadamente solicitada e adequadamente concedida pelo julgador.

Exceto pelo aumento de atribuições especificamente trazido pela Lei nº 13.303/16, as normas referentes ao processo decisório, os deveres fiduciários genéricos e as responsabilidades dos administradores das empresas estatais são os mesmos previstas na Lei nº 6.404/76.

Por fim, no Capítulo 10, viu-se que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, ao que tudo indica, não impede o julgador de inquirir profundamente e até declarar, por meio de sentença, ter havido descumprimento de preceito legal e ocorrência de danos indenizáveis. O referido § 6º não vai além da possibilidade de se isentar o administrador do múnus indenizatório que existiria a princípio, inclusive por já ter sido judicialmente apurado.

Não obstante tanto o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 quanto a *business judgment rule* tratem da responsabilidade dos administradores em decorrência de seus atos, o embasamento epistemológico e as consequências e a abrangência de ambos são bastante distintos, não podendo ser confundidos.

Há autores que entendem que o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 seria, na verdade, a norma positivada que representa a *business judgment rule* no direito brasileiro. Mas, note-se, não obstante tal norma proteger os administradores da obrigação de indenizar, não é capaz, em nenhum momento, de salvaguardar a própria decisão tomada pelos administradores no seio empresarial, ou de impedir que os órgãos judicantes apliquem suas próprias vontades (ou a dos acionistas). Logo, tal dispositivo legal, por si só, não é suficiente para fazer observar a atribuição de poderes, enquanto regra de governança, nas mãos dos administradores, impedindo a substituição da vontade dos gestores pela de terceiros, bem como proteger as decisões que tais profissionais tomem no seio empresarial.

Mas as demais normas encontradas na Lei nº 6.404/76 voltadas para a alocação específica e restritiva de poderes e atribuições, inclusive aquelas que impedem a delegação, de um lado, impossibilitam que terceiros exerçam tais poderes e atribuições; e, de outro lado, garantem a proteção das decisões tomadas pelos administradores. Só se pode concluir, assim, que tais normas também fazem parte da positivação da *business judgment rule* no direito societário brasileiro e assim deve ser entendido.

As atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio, pois envolvem o “interesse público”. Apesar de muito comumente o interesse público ser regido por normas com características de direito público, o exercício da atividade empresarial pelo Estado sujeita-se ao regime jurídico próprio das empresas privadas, não cabendo ao legislador infraconstitucional afastar-se de tal ordenamento.

Assim, não obstante claramente haver interesse público envolvido, as estatais submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303/16 –, aplicando-se normalmente a *business judgment*

rule ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos administradores das empresas estatais e das sociedades de economia mista.

A dicotomia interpretativa entre o chamado “conflito formal” e o denominado “conflito material” (ou “substancial”) relacionada à parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 pode ser resolvida pela utilização da *entire fairness* originada na jurisprudência emanada dos tribunais do estado de Delaware. Ao que parece, o legislador brasileiro decidiu utilizar um padrão aberto (*standard*) no texto legal, o que abre espaço para o julgador decidir, *ex post*, se as deliberações e decisões foram benéficas e adequadas.

Nos casos em que o administrador esteja em situação de conflito de interesses, conforme previsto no artigo 156 da Lei nº 6.404/76, a solução, ao que parece, deve ser a mesma, com análise a ser feita casuisticamente e *ex post* pelo julgador, aplicando-se a *entire fairness* para se determinar a legalidade do negócio jurídico celebrado.

Eventual utilização de aumento de capital, com intuito único de interferir no direito de voto de acionistas, pode não estar protegida pela *business judgment rule*. A falta de uma *compelling justification* abriria espaço para a anulação da decisão tomada.

Aos poucos, alguns dos institutos jurídicos estrangeiros estudados neste trabalho são adotados por órgãos judicantes no Brasil. Assim, o Poder Judiciário, a CVM e o TCU já utilizaram alguns deles para decidir casos que lhes foram trazidos à julgamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADEN, Iftin Ebe Hassan. **The business judgment rule: a safe harbor for the directors against the liabilities in the U.S. System, but in Italy?** [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: <https://www.businessjus.com/it/the-business-judgment-rule-a-safe-harbor-for-the-directors-against-the-liabilities-in-the-u-s-system-but-in-italy/>. Acesso em: 5 fev. 2021.

AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, Aug. 1970.

ALABAMA SUPREME COURT. *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847).

ALLEGRI, Vincenzo. **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**. Milano: Giuffrè, 1979.

ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001.

AMARAL, Francisco. **Direito civil: introdução**. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

AMARAL, José Romeu Garcia do. A proteção aos credores nas sociedades anônimas e a responsabilidade dos administradores. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020.

AMERICAN LAW INSTITUTE. **Principles of corporate governance: analysis and recommendations**. Philadelphia: American Law Institute, 1994.

ANDENAS, Mads ; WOOLDRIDGE, Frank. **European comparative company law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

ANDERLINI, Luca ; FELLI, Leonardo. Bounded rationality and incomplete contracts. **Research in Economics**, v. 58, 2004.

ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach***. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARMOUR, John *et al.* The basic governance structure: the interests of shareholders as a class. *In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach***. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach***. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARROW, Kenneth J.. Research in management controls: a critical synthesis. *In: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research***. New York: McGraw-Hill, 1964.

ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In: PRAT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business***. Boston: Harvard Business School Press, 1985. ARROW, Kenneth J. The economics of moral hazard: further comment. **The American Economic Review**, v. 58, n. 3, jun. 1968.

ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999.

BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Agency, partnerships & LLCs**. St. Paul: Foundation Press, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020.

BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004.

BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020.

BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013.

BALOGH, Attila. **The development and application of the directors duty of care and diligence rule in Australia - an exploratory analysis of the legislative history of s 180(1) of the Corporations Act 2001**. [S.l.]: [s.n.], 2016. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2852066. Acesso em: 10 set. 2020.

BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015.

BEBCHUCK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992.

BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1, nov. 1999.

BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Bruswick e London: Transaction Books, 1991.

BOLLES, Albert S. The duty and liability of bank directors. **The Yale Law Journal**, v. 12, n. 5, mar. 1903.

BONELLI, Franco. **Gli Amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società**. Milano: Giuffrè, 2004.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.337.265 - SP (2012/0161659-3). 1.337.265 - SP (2012/0161659-3). Brasília: [s.n.], 2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. RESP. nº 121.053/PB (97/0013299-4). 121.053/PB (97/0013299-4). DJ de 27.10.97, p. 54.729: [s.n.], 1997.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Relatório de Auditoria TC 006.981/2014-3. 006.981/2014-3. Brasília: [s.n.], 2014.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7. Brasília: [s.n.], 2021.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0. Brasília: [s.n.], 2021.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial, TC 023.953/2018-7. Brasília: [s.n.], 2021.

BREWSTER, F Carroll. **Reports of equity, election, and other important cases, argued and determined principally in the courts of the County of Philadelphia.** Philadelphia: John Campbell, v. 1, 1869.

BRICKET, Robert; CHANDAR, Nandini. On applying agency theory in historical accounting research. **Business and Economic History**, v. 27, n. 2, inverno de 1998.

BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged.** London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805.

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

BULGARELLI, Waldírio. A teoria "ultra vires societatis" perante a lei das sociedades por ações. *In*: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

CAIN, Matthew D. *et al.* The shifting tides of Merger Litigation. **Vanderbilt Law Review**, v. 71, n. 2, 2018.

CAMPINHO, Sérgio. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPINHO, Sérgio. Conflito de interesses e proibição de voto. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentadas**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009.

CARVALHO, Gil Costa. Capítulo XII - conselho de administração e diretoria. *In*: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva **Comentários às leis das sociedades por ações**. São Paulo: Resenha Universitária/Instituto dos Advogados de São Paulo, v. 4, 1978.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016.

CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974.

CHANCERY DIVISION. *In re Faure Electric Accumulator Co. Ltd.*, (1889) 40 ChD 141; (1886-90) All ER Rep 607.

CHANCERY DIVISION. *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited*, (1925) Ch 407, (1924) 3 All ER 485.

CHANCERY DIVISION. *In re Smith and Fawcett, Limited*, (1942) Ch 304, (1942) 1 All ER 542.

CHOPER, Jesse H; COFFEE, JR, John C; GILSON, Ronald J. **Cases and materials on corporations**. 5. ed. New York: Aspen Law & Business, 2000.

CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COASE, Ronald H. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, 1998.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia. **Revista Direito de Empresa**, v. 1, n. 1, 1996.

COELHO, Fábio Ulhoa. Conflito formal ou material? *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Lei das sociedades anônimas comentada**. São Paulo: Forense, 2021.

COLANDER, David. What economists teach and what economists do. **The Journal of Economic Education**, v. 36, n. 3, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. 06/2006. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. RJ2014/3161. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007. Rel. Dir. Pablo Renteria. 01/2007. Rio de Janeiro: [s.n.], 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Rel. Dir. Norma Jonssen Parente. 03/02. Rio de Janeiro: [s.n.], 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. 05/2016. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, 2012. 07/2012. CVM. Rio de Janeiro: [s.n.], 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009. Rel. Dir. Luciana Dias. 09/2009. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/06. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes. 10/06. Rio de Janeiro: [s.n.], 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05. Rel. Dir. Eli Loria. 14/05. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/05. Rel. Dir. Eliseu Martins. 19/05. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. 21/04. Rio de Janeiro: [s.n.], 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Rel. Dir. Otavio Yazbek. 24/2006. Rio de Janeiro: [s.n.], 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza. RJ2005/1443. Rio de Janeiro: [s.n.], 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza. RJ2005/8542. Rio de Janeiro: [s.n.], 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476. Rel. Dir. Eli Loria. RJ2007/4476. Rio de Janeiro: [s.n.], 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/1815. Rel. Dir. Eli Loria. RJ2008/1815. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574. Rel. Dir. Ana Dolores Moura de Novaes. RJ2008/9574. Rio de Janeiro: [s.n.], 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211. Rel. Dir. Pablo Renteria. RJ2011/5211. Rio de Janeiro: [s.n.], 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/11199. Rel. Dir. Pablo Renteria. RJ2012/11199. Rio de Janeiro: [s.n.], 2016

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba. RJ2013/11703. Brasil. [S.I.]: [s.n.], 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39). Rio de Janeiro: [s.n.], 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. RJ2015/10677. Rio de Janeiro: [s.n.], 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº 18/08. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes. 18/08. Rio de Janeiro: [s.n.], 2010.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer)**. São Paulo: Saraiva, 1990.

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

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade anônima**. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. **Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** (dissertação de mestrado). São Paulo, Universidade de São Paulo: [s.n.], 2006.

COURT OF APPEALS OF ENGLAND AND WALES. *In re Wragg, Limited*, (1897) 1 Ch. 796.

COURT OF APPEALS OF ENGLAND AND WALES. *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate*, (1899) 2 Ch. 392.

COURT OF APPEALS OF THE STATE OF NEW YORK. *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912).

COURT OF COMMON PLEAS. *Pryce v. Belcher*, (1846) 3 CB 58.

COURT OF KING'S BENCH. *Hayman v. Governors of Rugby School*, (1874) LR 18 Eq 76.

CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019.

CUNNINGHAM, Lawrence A. A new legal theory to test executive pay: contractual unconscionability. **Iowa Law Review**, v. 96, n. 4, maio 2011.

DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016.

DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. **Gower's principles of modern company law**. 10. ed. London: Sweet & Maxwell, 2016.

DAVIS, III, Landon C.; MCBETH, Isaac A.; SOUTHALL, Elizabeth. A distinction without a difference? an examination of the legal and ethical difference between asset protection and fraudulent transfers under Virginia law. **University of Richmond Law Review**, v. 47, 2012.

DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America*, 14 Del.Ch. 1, 120 A. 486 (Del.Ch. Mar 28, 1923).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Kelly v. Bell*, 254 A.2d 62 (Del. Ch. 1969).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Kaplan v. Centex Corp.*, 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Gimbel v. Signal Companies*, 316 A.2d 599 (Del. Ch 1974).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Anderson, Clayton Shareholders Litigation*, 519 A.2d 680 (Del. Ch. 1986).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Emerald Partners v. Berlin*, 1993 Del. Ch. Lexis 273.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Grimes v. Donald*, 20 Del.J.Corp.L. 757; 1995 WL 54441 (1995).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Steiner v. Meyerson*, 21 Del. J. Corp. L. 320 (Del. Ch. 1995).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Gagliardi v. Tri Foods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, 741 A.2d 377 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Weiss v. Samsonite Corp.*, 741 A.2d 366 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Ash v. McCall*, 2000 Del. Ch. Lexis 144.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Nagy v. Bistricher*, 770 A.2d 43 (Del. Ch. 2000).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, 2000 Del. Ch. Lexis 42.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2001 Del Ch. Lexis 20.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, C.A. No. 15452,2004 WL 2050138 (Del. Ch. Sept. 10, 2004).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A2d 693 (Del. Ch. 2005).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Ryan v. Gifford*, 935 A.2d 258 (Del. Ch. 2007).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litigation*, C.A. No. 2808-VCS, 3022-VCS (Del. Ch. 2008).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Postorivo v. AG Paintball Holdings, Inc.*, 2008 Del. Ch. Lexis 29.

DELAWARE SUPREME COURT. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

DELAWARE SUPREME COURT. *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963).

DELAWARE SUPREME COURT. *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

DELAWARE SUPREME COURT. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

DELAWARE SUPREME COURT. *Michelson v. Duncan*, 407 A.2d 211 (Del. 1979).

DELAWARE SUPREME COURT. *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A.2d 497 (Del. 1981).

DELAWARE SUPREME COURT. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

DELAWARE SUPREME COURT. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

DELAWARE SUPREME COURT. *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

DELAWARE SUPREME COURT. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

DELAWARE SUPREME COURT. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

DELAWARE SUPREME COURT. *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

DELAWARE SUPREME COURT. *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

DELAWARE SUPREME COURT. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Tri-Star Pictures, Inc. Litigation*, 634 A.2d 319 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Nixon v Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

DELAWARE SUPREME COURT. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995).

DELAWARE SUPREME COURT. *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

DELAWARE SUPREME COURT *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998).

DELAWARE SUPREME COURT. *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998).

DELAWARE SUPREME COURT. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

DELAWARE SUPREME COURT. *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, (Del. 2001).

DELAWARE SUPREME COURT. *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277 (Del. 2003).

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 2004 Del. Ch. LEXIS 132 (Del. Ch. 2004).

DELAWARE SUPREME COURT. *Brehin V. Eisner*, 906 A.2d 27 (Del. 2006)

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

DELAWARE SUPREME COURT. *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009).

DELAWARE SUPREME COURT. *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015).

DEMOTT, Deborah A. Perspectives on choice of Law for corporate internal affairs. **Law and Contemporary Problems**, v. 48, n. 3, 1985.

DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2018.

DONAGGIO, Angela. Capítulo 4 - Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro. *In*: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1996.

EASTERBROOK, John H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984.

EDWARDS, Richard ; STOCKWELL, Nigel. **Trusts and equity**. 7. ed. London: Pearson Education, 2005.

EHRlich, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974.

EISENBERG, Melvin A. The principles of legal reasoning in the common law. *In*: EDLIN, Douglas E. (coord.) **Common law theory**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2008.

EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham Law Review**, v. 62, n. 3, 1993.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 3, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade objetiva de administrador de cia. aberta? *In*: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de; LEITE, Leonardo Barém **40 anos da lei das S.A.:** experiências, estórias e homenagens. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

ENRIQUES, Luca. Corporate governance reforms in Italy: what has been done and what is left to do. **European Business Organization Law Review**, v. 10, n. 4, dez. 2009.

EPSTEIN, Richard A. Agency costs, employment contracts, and labor unions. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. (coords.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983.

FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019.

FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomoo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. *In*: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

FERRARINI, Guido A. Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy. *In*: HOPT, Klaus J. *et al.* **Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan, and the US**. Oxford: Oxford University Press, 2005.

FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005.

FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981.

FISCHEL, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985.

FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRAZÃO, Ana. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRAZÃO, Ana. O conteúdo do dever de lealdade. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRIEDMAN, David D. **Law's order**: what economics has to do with law and why it matters. Princeton: Princeton University Press, 2000.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, v. n. 26, 1977.

FUCHS , Stephan. Beyond Agency. **Sociological Theory**, v. 19, n. 1, mar. 2001.

GARNER, Bryan A. (coord.). **Black's Law Dictionary**. 8. ed. St. Paul: West, 2004.

GAYNOR, Martin ; KLEINDORFER, Paul R. Misperceptions, equilibrium, and incentives in groups and organizations. *In*: BAMBERG, Günter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986.

GERNER-BEUERLE, Carsten ; SCHUSTER, Edmund-Philipp. The evolving structure of director's duties in Europe. **European Business Organization Law Review**, v. 15, n. 2, June 2014.

GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo ; OIOLI, Erik Frederico. Convergence and divergence in capital market systems: the case of Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 18, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa: avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. The financing of small and medium-sized enterprises: an analysis of the financing gap in Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 20, n. 4, dez. 2019.

GOLD, Andrew S; MILLER, Paul B. **Philosophical foundations of fiduciary law**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2014.

GOMES, José Ferreira. Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador. *In*: CÂMARA, Paulo *et al.* **Conflito de interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira**. Coimbra: Almedina, 2010.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Lições de direito societário: sociedade anônima**. São Paulo: Juarez de Oliveira, v. 2, 2005.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

GORDON, Jeffrey N. **Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley**. Columbia Law and Economics Working Paper n. 216; Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 416. [S.I.], 2003.

GORDON, Jeffrey N. The mandatory structure of corporate law. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, 1989.

GORDON, Michael W. **Florida corporations manual**. New York: Matthew Bender, 2016.

GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999.

GRANT, Suzan-Mary. **A concise history of the United States of America**. New York: Cambridge University Press, 2012.

GRINSTEIN, Yaniv ; ROSSI, Stefano. **Good monitoring, bad monitoring**. [S.I.]: [s.n.], 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1906326>. Acesso em: 12 mar. 2021.

GUBLER, Zachary J. Insider trading as fraud. **North Carolina Law Review**, v. 98, n. 3, 2020.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 42, 1981.

HAMANN, Tobias. Da cogestão dos trabalhadores no órgão de fiscalização das sociedades anônimas e das sociedades por quotas – um instituto prestável? **Direito das Sociedades em Revista**, v. 20, nov. 2018.

HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005.

HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law**: searching for the optimal balance by understanding that the world is

not. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. What is corporate law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law**: a comparative and functional approach. New York: Oxford University Press, 2004.

HANSMANN, Henry. **The ownership of the enterprise**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996.

HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988.

HART, Oliver. An economist's perspective on the theory of the firm. *In*: WILLIAMSON, Oliver E. (coord.) **Organization theory**: from Chester Barnard to the present and beyond. Expanded edition. Ed. New York e Oxford: Oxford University Press, 1995.

HARVARD LAW REVIEW. The internal affairs doctrine: theoretical justifications and tentative explanations for its continued primacy. **Harvard Law Review**, v. 115, n. 5, 2002.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others*, (1742) 26 ER 642; 2 Atk. 400.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Knight v. Earl of Plymouth*, (1747) 3 Atk. 480, 26 ER 1074 (Ch. 1747).

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Aleyn v. Belchier*, (1758) 28 ER 634; 1 Eden 132.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Harman v. Tappenden*, (1801) 102 E.R. 214; 1 East 55.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Carlen v. Drury*, (1812) 35 ER 61; 1 Vesey & Beames 154.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *The York & North Midland Railway Company v. Hudson*, (1853) 16 Beav 485.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Turquand v. Marshall*, (1869) LR 4 Ch. App. 376.

HILL, Claire A; MCDONNEL, Brett H. *Stone v. Ritter* and the expanding duty of loyalty. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007. HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009.

HOLLAND, Randy J. **Delaware's business judgment rule**: international variations. [S.l.]: [s.n.], 2015. Disponível em: <https://global.delaware.gov/2015/04/09/delawares-business-judgment-rule-international-variations/>. Acesso em: 10 out. 2017.

HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance**: the state of the art and international regulation. [S.l.]: [s.n.], 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977.

HOUSE OF LORDS. *Ferguson v. Earl of Kinnoul*, (1842) 8 ER 412; 9 Cl. Fin. 251.

HOUSE OF LORDS. *Overend, Gurney & Co. v. Gibb*, (1872) LR 5 HL 480.

HOWARD, Earl Dean. **Money and banking**: a discussion of the principles of money and credit, with descriptions of the world's leading banking systems. New York: Alexander Hamilton Institute, 1910.

HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

HUTCHINSON, Harry G. Director primacy and corporate governance: shareholder voting rights captured by the accountability/authority paradigm. **Loyola University Chicago Law Journal**, v. 36, n. 4, 2005.

JENNINGS, Richard W. Federalization of corporation law: part way or all the way. **The Business Lawyer**, v. 31, 1976.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2003.

JENSEN, Michael C. Agency costs of overvalued equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, 2005.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. **Journal of applied corporate finance**, v. 7, n. 2, 1994.

JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005.

JOHNSON, Lyman P. Q.; MILLON, David K. Recalling why corporate officers are fiduciaries. **William & Mary Law Review**, v. 46, n. 5, 2005.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. 10. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992.

KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN,

Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971.

KEAY, Andrew ; LOUGHREY, Joan. The concept of business judgment. **Legal Studies**, v. 39, n. 1, mar. 2019.

KERN, Stacey Taylor. Atherton v. FDIC: the final word on bank officer and director liability. **North Carolina Banking Institute**, v. 2, n. 1, 1992.

KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018.

KISER, Edgar. Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: an illustration from state policy implementation. **Sociological Theory**, v. 17, n. 2, jul. 1999.

KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010.

KLEIN, William A; RAMSEYER, J Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. **Business associations: cases and materials on agency, partnerships, and corporations**. 7. ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009.

KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017.

KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018.

KOPPES, Richard H; GANSKE, Lyle G; HAAG, Charles T. Corporate governance out of focus: the debate over classified boards. **The Business Lawyer**, v. 54, n. 3, maio 1999.

KORNFELD, Itzhak E. Equity in American and Jewish law. **Touro Law Review**, v. 36, n. 1, 2020.

LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 7, 1972.

LAMY FILHO, Alfredo ; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996.

LANE, Marc J. **Representing corporate officers, directors, managers and trustees**. New York: Wolters Kluwer, 2017.

LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das S.A. comentada e anotada**. 6. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses (parecer)**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia. *In:* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Novos pareceres**. São Paulo: Singular, 2018.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de voto e conflito de interesses nas assembleias gerais (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004.

LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American Law Vol. 3**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005.

LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005.

LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005.

LOEWENSTEIN, Mark J. Shareholder derivative litigation and corporate governance. **Journal of Corporate Law**, v. 24, n. 1, 1999.

LOUISIANA SUPREME COURT. *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829).

LOUISIANA SUPREME COURT. *State of Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (La. 1834).

LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016.

- LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009.
- LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009.
- LUTTERMANN, Claus. Banking on trust as individual responsibility. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017.
- MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. Trans Union reconsidered. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988.
- MAHONEY, James. Analyzing path dependence: lessons from the social sciences. *In*: WIMMER, Andreas; KÖSSLER, Reinhart (coords.) **Understanding change**. London: Pgrave Macmillan, 2006.
- MALCHER FILHO, Clovis Cunha da Gama. Sociedades empresárias menores. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015.
- MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996.
- MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985.
- MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005.
- MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 405 - competência do conselho de administração. *In*: ABREU, Jorge M Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 407 - delegação de poderes de gestão. *In*: ABREU, Jorge M. Coutinho de Abreu. **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. *In*: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. 5, 2012.

MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001.

MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the uncorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020.

MCCARTHY, Kevin. **Corporate officer liability and the applicable standard of review under delaware law and agency law**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://digitalcommons.law.msu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1274&context=king>. Acesso em: 23 fev. 2021.

MCEACHIN, Thomas M. Theriot v. Bourg: the demise of the business rule in Louisiana? **Lousiana Law Review**, v. 59, n. 1, 1998.

MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013.

MCMURRAY, Marcia M. An historical perspective on the duty of care, the duty of loyalty, and the business judgment rule. **Louisiana Law Review**, v. 40, n. 3, 1987.

MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

MEIRELLES, Hely Lopes; BURLE FILHO, José Emmanuel; BURLE, Carla Rosado. **Direito administrativo brasileiro**. 42. ed. São Paulo: Malheiros, 2016.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

MIKAMI, Masahiro. Methodological divergence between Coase and Williamson in the history of transaction cost economics. **Economic Journal of Hokkaido University**, v. 40, 2011.

MILGRON, Paulo; ROBERTS, John. **Economics, organization, and management**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1992.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. **Sociedades por ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 1953.

MITNICK, Barry M. The theory of agency: the policing "paradox" and regulatory behavior. **Public Choice**, p. 27-42, inverno de 1975.

MONTALENTI, Paolo. The new Italian corporate law: an outline. **European Company and Financial Law Review**, v. 1, n. 3, 2004.

MURRAY, Stuart. **American Revolution**. New York: DK Publishing, 2002.

NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. [S.l.]: [s.n.], 2015.

NEW YORK COURT OF CHANCERY. *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831).

OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais**: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Proceedings from the OECD expert meeting on regulatory performance**: ex post evaluation of regulatory policies. Paris, 2003.

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

O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999.

OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

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

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016.

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

PENNSYLVANIA SUPREME COURT. *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872).

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, atual. e aument. por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto.

PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay** - the remuneration committee's dilemma. Cham: Palgrave Pivot, 2019.

PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A capitalização da companhia. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário: sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2008.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

PINTO, Arthur R; BRANSON, Douglas M. **Understanding corporate law**. 3. ed. New Providence: LexisNexis, 2009.

PINTO, Henrique Motta; PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **Empresas estatais**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PITTA, André Grünspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German**

corporate governance in international and European context. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 1-16.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. An overview of the corporate governance debate in Germany. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The general meeting and the management board as company organs. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The supervisory board as company organ. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business.*** Boston: Harvard Business School Press, 1985.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas:** estudo de casos. São Paulo: Saraiva, 2014.

QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992.** [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

RADIN, Stephen A. **The business judgment rule:** fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018.

RADIN, Stephen A. **The business judgment rule:** fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018.

RADIN, Stephen A. The director's duty of care three years after *Smith v Van Gorkom*. **Hastings Law Journal**, v. 39, n. 3, 1988.

RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999.

REBELO, Nikolai Sosa. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015.

REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998.

RHOADS, C. Brewster. Personal liability of directors for corporate mismanagement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 65, n. 2, p. 128-144, dez. 1916.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RHODE ISLAND SUPREME COURT. *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850).

ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003.

ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985.

ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992.

ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011.

ROSILHO, André. **Tribunal de contas a União - competências, jurisdição e instrumentos de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ROSMAN, Luiz Albeto Colonna. Modificação do capital social. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.) **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 2009.

ROSS, Setephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, maio 1973.

ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice - a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

RYAN, Patrick J. Strange bedfellows: corporate fiduciaries and the general law compliance obligation in section 2.01(a) of the American Law Institute's Principles of Corporate Governance. **Washington Law Review**, v. 66, n. 2, 1991.

S.S.A. Liability of directors for negligent mismanagement. **University of Pennsylvania School of Law**, v. 82, n. 4, fev. 1934.

SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. Liquidação extrajudicial de instituições financeiras: alguns aspectos polêmicos. **Revista de Direito Mercantil**, n. 60, 1995.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

SÃO PAULO (Estado). Agravo de Instrumento nº 2199130-73.2019.8.26.0000. 2199130-73.2019.8.26.0000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2020.

SÃO PAULO (Estado). Agravo de Instrumento nº 2209410-69.2020.8.26.0000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2021.

SÃO PAULO (Estado). Agravo Interno nº 2169296-93.2017.8.26.0000/50000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2017.

SÃO PAULO (Estado). Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2019.

SCARBOROUGH, Ryan; OLDERMAN, Richard. Why does the FDIC sue bank officers? Exploring the boundaries of the business judgment rule in the wake of the great recession. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 20, n. 2, 2015.

SCHNEIDER, Dieter. Agency costs and transaction costs: flops in the principal-agent-theory of financial markets. *In*: BAMBERG, Günter ; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986.

SCHULTZ, David A. **Encyclopedia of American Law**. New York: Facts On File, Inc., 2002.

SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013.

SHAH, Sunit N. **The principal-agent problem in finance**. N/A: CFA Institute Research Foundation, 2014.

SHANER, Megan W. The (un)enforcement of corporate officer's duties. **UC Davies Law Review**, v. 48, n. 1, nov. 2014.

SHAPIRO, Suzan P. Agency theory. **Annual Review of Sociology**, v. 31, 2005.

SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 33, n. 2, 2008.

SHARFMAN, Bernard S. **The importance of the business judgment rule**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>. Acesso em: 16 jul. 2020.

SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016.

SHU-ACQUAYE, Florence. Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004.

SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013.

SIEGEL, Mary. The problems and promise of "enhanced business judgment". **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014.

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

SIMON, Herbert A. Rational decision making in business organizations. **The American Economic Review**, v. 69, n. 4, 1979.

SINGH, Dalvinder. **Banking regulation of UK and US financial markets**. Hampshire: Ashgate, 2007.

SITKOFF, Robert. The economic structure of fiduciary law. **Boston University Law Review**, v. 91, n. 3, May 2011.

SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Chicago: University of Chicago Press, 1977.

SMITH, Henry E. Why fiduciary law is equitable. *In*: GOLD, Andrew S; MILLER, Paul B **Philosophical foundations of fiduciary law**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2014.

SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992.

SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

SPREMANN, Klaus. Agent and principal. *In*: BAMBERG , Gunter; SPREMANN , Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987.

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 US 132 (1891).

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Bowerman v. Hamner*, 250 US 504 (1919).

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920).

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos ultra vires e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, v. 7, n. 1, 2015.

TREBILCOCK, Michael J. The liability of company directors for negligence. **Modern Law Review**, v. 32, n. 5, set. 1969.

TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard* **Key aspects of German business law: a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer, 2006.

TREMML, Bernd. Overview of the German legal system and its role in light of Germany's membership in the European Union. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard* **Key aspects of German business Law - a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer-Verlag, 2008.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924).

VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008.

WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985.

WAISBERG, Ivo. **Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

WALD, Arnaldo. A culpa e o risco como fundamentos da responsabilidade pessoal do diretor do banco. **Revista de Direito Mercantil**, n. 24, 1976.

WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985.

WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

WILLEN, Max. **Die business judgement rule: auslegung der Legalitätspflicht bei unklarer Rechtslage**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2021.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, 1988.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarquies**. New York: Free Press, 1975.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic instituions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WINTER, Ralph K. Foreword. *In*: ROMANO, Roberta **The genius of American corporate law**. Washington, D.C.: The AEI Press, 1993.

WINTER, Ralph K. Sate law, shareholder protecton, and the theory of the corporation. **The Journal of Legal Studies**, v. 6, n. 2, 1977.

WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019.

YALDEN, Robert *et al.* **Business organizations: practice, theory and emerging challenges**. 2. ed. Toronto: Emond, 2018.