

**ROBERTA MARQUES DE MORAES TUCCI**

***BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO***

Dissertação de Mestrado

Orientador: José Alexandre Tavares Guerreiro

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo**

**2023**

**ROBERTA MARQUES DE MORAES TUCCI**

***BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO***

Versão original

Dissertação de Mestrado 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 Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro, conforme Edital do Programa de Pós-Graduação para o ano letivo de 2020.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo**

**2023**

Autorizo a reprodução e divulgação integral deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

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

---

Tucci, Roberta Marques de Moraes.

*Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro ; Roberta Marques de Moraes  
Tucci ; orientador: José Alexandre Tavares Guerreiro -- São Paulo, 2023.

150 p.

Versão original

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito  
Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo,  
2023.

1. *Business judgment rule*. 2. Responsabilidade do administrador. 3. Dever  
de diligência. 4. Padrão de conduta. I. Guerreiro, José Alexandre Tavares,  
orient. II. Título.

---

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: TUCCI, Roberta Marques de Moraes

Título: *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro.

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial.

Aprovado em:

Banca Examinadora:

Profa. Dra.

---

Instituição:

---

Julgamento:

---

Profa. Dra.

---

Instituição:

---

Julgamento:

---

Prof. Dr.

---

Instituição:

---

Julgamento

---

## RESUMO

TUCCI, Roberta Marques de Moraes. *Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*. 2023. 150 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

O tema desenvolvido guarda pertinência com a recepção e aplicação da *Business Judgment Rule* pelo direito brasileiro. A regra tem origem na jurisprudência inglesa, todavia, com desenvolvimento notório perante as cortes norte-americanas, segundo as quais a atribuição de responsabilidade aos administradores deve se dar de acordo com o procedimento adotado para a tomada da decisão, e não apenas à luz do resultado verificado como consequência. Nesse sentido, a pesquisa se iniciou com o estudo de premissas teóricas atinentes à análise econômica do direito, a fim de demonstrar como a regra estrangeira poderia contribuir ao contexto de desenvolvimento das companhias brasileiras e dos mercados nacionais. Assentada a referida contribuição, ainda de forma preliminar, o trabalho cuidou de estabelecer premissas sobre a natureza da responsabilidade civil dos administradores à luz da legislação de direito público e privado. Na sequência, foram examinados todos os elementos essenciais da regra, tanto aqueles de ordem material quanto os de ordem procedimental. O estudo acerca dos diferentes aspectos da regra ofereceu importante subsídio para concluir que a *Business Judgment Rule* foi recepcionada pelo ordenamento jurídico brasileiro no artigo 158 e seguintes da Lei das S/A. Admitindo a integração da regra no Brasil, foram apresentados os resultados de pesquisa realizada mediante análise dos precedentes das cortes brasileiras, judiciais e administrativas. Foi examinada não só a utilização da regra, como também as limitações de seu emprego, que vêm sendo aperfeiçoada com a paulatina evolução da jurisprudência. Concluiu-se, por fim, que a Comissão de Valores Mobiliários é o órgão de referência no desenvolvimento e adaptação da *Business Judgment Rule* no Brasil.

**PALAVRAS-CHAVE:** *Business judgment rule*. Responsabilidade do administrador. Dever de diligência. Padrão de conduta.

## ABSTRACT

TUCCI, Roberta Marques de Moraes. *Business Judgment Rule under the Brazil legal system*. 2023. 150 p. Dissertation (Masters in Corporate Law) - Law Faculty, University of São Paulo, São Paulo, 2023.

The thesis developed concerns the reception and application of the *Business Judgment Rule* by Brazilian law, more specifically in the corporate environment. The rule originates from British caselaw, however, with a notorious development within the courts of law in the United States, according to which the officers liability derives from the decision-making process and not only considering the result verified consequently. In this sense, the research began with the study of theoretical premises related to the economic analysis of law, to demonstrate how the foreign rule could contribute to the development of Brazilian companies and national markets. Once this contribution was settled, yet in a preliminary setting, a few assumptions were set forth about the nature of the officers liability vis-a-vis the statutes of public and private law. Next, all the essential elements of the rule were examined, both material and procedural. The study about the different aspects of the rule offered important subsidies to conclude that the Business Judgment Rule was indeed accepted by the Brazilian legal system by article 158 of the Brazilian corporate body of law (Statute n. 6.404/1964). Once admitted the adoption of the rule in Brazil, the results of research carried out through analysis Brazilian caselaw, both judicial and administrative, were presented. Not only the use of the rule was examined, but also the limitations of its use, which have been improved with the gradual evolution of the precedents. Finally, it was concluded that the administrative branch (Comissão de Valores Mobiliários) is the reference body in the development and adaptation of the Business Judgment Rule in Brazil.

**KEY WORDS:** Business judgment rule. Officers liability. Duty of care. Standard of conduct.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	11
<b>1 NOTAS PRELIMINARES .....</b>	<b>15</b>
1.1 Adoção da <i>Business Judgment Rule</i> como incentivo à atividade econômica.....	15
1.2 Estrutura e capital das companhias brasileiras e seus desafios .....	20
<b>2 RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR .....</b>	<b>25</b>
2.1 Atuação do administrador dentro de suas atribuições e poderes .....	26
2.2 Atuação do administrador com violação da lei ou do estatuto.....	29
2.3 Notas sobre a responsabilidade civil do administrador nas Estatais.....	31
<b>3 BUSINESS JUDGMENT RULE (BJR).....</b>	<b>39</b>
3.1 Origens e enquadramento dogmático.....	39
3.2 Deveres fiduciários e a <i>Business Judgment Rule</i> .....	43
3.3 Dificuldades da positivação .....	45
3.4 Elementos conceituais da regra.....	49
3.4.1 <i>Informed decision (decisão informada)</i> .....	49
3.4.2 <i>Good Faith e Honest Believe (boa-fé e crença honesta)</i> .....	53
3.5 <i>Business Judgment Rule</i> na doutrina norte-americana.....	58
3.6 <i>Business Judgment Rule</i> nas Cortes de Justiça norte-americanas .....	60
3.6.1 <i>Abstention doctrine (doutrina de abstenção)</i> .....	61
3.6.2 <i>Standard of liability (padrão de responsabilização)</i> .....	66
3.6.3 <i>Immunity doctrine (doutrina de imunidade)</i> .....	68
<b>4 BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO .....</b>	<b>73</b>
4.1 Aspecto material .....	76
4.2 Aspecto procedimental.....	85
4.3 Artigo 159, §6º da Lei das S/A.....	92
4.4 Aplicação da <i>Business Judgment Rule</i> pelo Poder Judiciário .....	98
4.4.1 <i>Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP)</i> .....	99
4.4.2 <i>Superior Tribunal de Justiça (STJ)</i> .....	102
4.4.3 <i>Supremo Tribunal Federal (STF)</i> .....	104
<b>5 CASOS DE EXCEÇÃO OU ATENUAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE</b> .....	<b>107</b>
5.1 <i>Operações com partes interessadas e a Entire Fairness Doctrine</i> .....	107
5.2 <i>Decisões fiscalizatórias</i> .....	114

<b>5.3</b>	<b><i>Abuso de discricionariiedade</i></b> .....	<b>121</b>
<b>5.4</b>	<b><i>Atuação contrária aos pareceres técnicos (red flags)</i></b> .....	<b>130</b>
	<b>CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS</b> .....	<b>135</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>143</b>
	<b>APÊNDICE A – DECISÕES NEGOCIAIS</b> .....	<b>149</b>



## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como precípua objetivo a compreensão do conceito do direito norte-americano, vale dizer nos Estados Unidos da América, da *Business Judgment Rule* (“BJR”)<sup>1</sup> e sua compatibilidade à realidade empresarial brasileira, notadamente como mecanismo útil a evitar uma indevida prevenção geral da atividade dos administradores diante do receio de eventual responsabilização.

Com o advento da Lei n. 6.404/76 (“Lei das S/A”), a estrutura organizacional escolhida pelo legislador foi a de concentração de poder nas mãos do acionista controlador.

A opção legislativa, seguramente, estampa duas características peculiares do ordenamento brasileiro: o patriarcalismo intrínseco à tomada de decisões e o conflito de interesses entre companhia e acionistas.

Com o desenvolvimento dos mercados nacionais e o aumento do poder econômico, contudo, o mercado não tardou em identificar que a máxima acumulação de riquezas somente se viabilizaria por meio da separação entre capital e poder.

Ainda deveras distante dos padrões internacionais, mas já com sinais de significativas mudanças, as companhias brasileiras experimentam o desenvolvimento da independência dos órgãos de gestão.

A autonomia que paulatinamente passou a ser conferida às estruturas de organização internas realçou a importância do estudo da responsabilidade civil em matéria societária.

Nesse ponto, importa rememorar a exposição de motivos da Lei das S/A que reputou a seção dos *Deveres e Responsabilidades* como um dos principais pilares do regime das sociedades anônimas:

Seção da maior importância no projeto, porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos

---

<sup>1</sup> No curso do desenvolvimento do presente trabalho se identificou que o conceito da BJR é mais largamente utilizado com a grafia *Business Judgment Rule*, no entanto, é possível encontrar algumas referências com a utilização da grafia *Business Judgement Rule*, razão pela qual a pesquisa realizada utilizou ambas as grafias como parâmetros de busca.

gigantesca, de que fruem as empresas - e, através delas, seus controladores e administradores - seja exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade<sup>2</sup>.

A atuação não egoística dos administradores é sem dúvidas um grande desafio a ser prestigiado pelas companhias e tutelado pelo ordenamento jurídico. Prevê o artigo 153 da Lei das S/A que o exercício da atividade de gestão, em observância apenas do interesse social, exige a adoção do padrão de conduta equivalente àquele desempenhado pelo homem ativo e probo em situação similar, sempre imbuído de diligência e lealdade.

Em razão da ampla subjetividade da matéria, o presente estudo ganha contornos ainda mais intrigantes quando analisados os meios e procedimentos adotados para uma correta aferição da eventual responsabilidade profissional.

Isso porque, tanto os tribunais brasileiros quanto os estrangeiros enfrentam dificuldades de índole pragmática para dirimir questões atinentes aos atos de gestão do administrador.

Adversidades ligadas à distinção entre a análise do caso pelos tribunais e a expertise empresarial do gestor, ou à ausência de informações precisas do contexto em que o administrador estava inserido no momento da tomada de decisão, ou, ainda, o inarredável transcurso do tempo, são algumas das dificuldades para aferição da responsabilidade diante de uma má decisão.

Além disso, qualquer equívoco relativo à justa medida da responsabilização do profissional acarreta sensíveis consequências para o padrão de conduta que, dali em diante, será adotado, notadamente o grau de risco que será assumido no desempenho da atividade empresarial.

Na mesma linha, a responsabilização injusta dos dirigentes pode ferir a função legal do conselho de administração, transformando-o em um mero aparato instrumental de organização do poder do acionista controlador<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e Business Judgment Rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015. p. 3.

<sup>3</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 29, nova série, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990. p. 53.

Já há algum tempo, José Alexandre Tavares Guerreiro ressaltou que o temor da demissão pelo administrador é fator de coerção potencial que, do ponto de vista sociológico, é capaz de anular até mesmo a persecução do interesse social da companhia<sup>4</sup>.

Nesse contexto, o trabalho se propõe a analisar o conceito norte-americano da BJR e suas possíveis formas de contribuição ao direito empresarial brasileiro contemporâneo, resguardando, tanto quanto possível, a performance e a liberdade dos administradores dentro das companhias, com a garantia de sua autoridade e independência na condução dos negócios.

Com a elucidação das principais ideias sobre a BJR, serão discutidas formas de proporcionar um melhor desempenho dos órgãos de administração brasileiros, de modo a: (i) dificultar abusos por parte dos acionistas controladores; (ii) reduzir custos de agência e (iii) estimular a atuação das companhias como autênticos agentes econômicos. Em suma, prestigia-se a liberdade econômica, em detrimento da inadequada imputação de responsabilidade civil por atos de gestão.

---

<sup>4</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 29, nova série, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990. p. 52.



# 1 NOTAS PRELIMINARES

Como ponto de partida, antes que se passe ao estudo específico do tema, propõe-se a análise do benefício potencial que a BJR pode trazer ao desenvolvimento dos mercados brasileiros, sob a perspectiva de uma análise econômica do direito.

## 1.1 Adoção da *Business Judgment Rule* como incentivo à atividade econômica

O Direito Comercial emergiu, sob o ponto de vista histórico, da necessidade de regramento jurídico célere que atendesse às necessidades dos comerciantes. Com a intensificação do fluxo mercantil, se antes o escopo era a tutela dos atos de comércio e, mais tarde, da atividade, modernamente, o bem jurídico tutelado é o próprio mercado<sup>5</sup>.

Nessa evolução secular, as sociedades foram alçadas ao papel de verdadeiros agentes econômicos, fundamentais à geração de riqueza. Segundo José Alexandre Tavares Guerreiro, a sociedade adquiriu significativa parcela de poder que se estendeu sobre os outros participantes do mercado, além de concretizar o principal fator de estabilidade mercantil e de conduzir os próprios rumos do controle oficial da economia<sup>6</sup>.

Sob o ponto de vista teórico, pode-se afirmar que a regulação da sociedade somada à prevenção ao abuso de poder são, em última análise, os meios pelos quais a lei objetiva gerar eficiência para o próprio mercado.

Nesse sentido, aos institutos de direito privado é conferida função regulatória. Tal atribuição pode ser fraca ou forte, na medida de sua intervenção no mercado. Quando fraca, o direito privado é apenas uma alternativa à regulação do direito público e quando forte, consubstancia instrumento puro de regulação.

Ocorre que a instrumentalização do direito privado com o objetivo precípua formatação do mercado está condicionada a um equilíbrio entre os interesses públicos e particulares, o que, na prática, configura matéria nada simples. Como explicam Oliver Hart e

---

<sup>5</sup> FORGIONI, Paula. *O direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 29/72.

<sup>6</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 29, nova série, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990. p. 51.

Luigi Zingales, esse seria justamente o desafio proposto por Milton Friedman<sup>7</sup>, de demonstrar uma separação clara entre os objetivos das empresas e dos indivíduos em comparação aos do governo.

Hart e Zingales<sup>8</sup> afirmam que Friedman estaria correto em sua ponderação apenas se fosse possível distinguir dentro das sociedades a geração de lucro da ocorrência de danos ou, se o governo fosse capaz de internalizar perfeitamente as externalidades por meio das leis e regulamentos, o que, não lhes parece plausível.

Para ambos os doutrinadores, a chave para a utilização eficiente do direito privado como implementação de políticas públicas, nesta seara, é incentivar as sociedades a buscarem primordialmente a maximização do bem-estar dos acionistas e não a maximização do valor de mercado das suas participações. Com isso, seria possível encontrar a desejada harmonia entre os anseios particulares e os objetivos de política pública.

De todo modo, a despeito do fundamento a ser utilizado na persecução do equilíbrio entre público e privado, é fato notório que a sociedade se consolidou como um meio de governança paralelo ao Estado, com papel complementar na formatação do mercado.

Analisando detidamente a anatomia das leis corporativas, Reinier Kraakman<sup>9</sup> enfatiza que a maioria das regras societárias americanas e europeias podem ser entendidas como uma resposta a três principais fontes de oportunismo endêmico da organização, quais sejam, os conflitos entre: *a)* gerentes e acionistas; *b)* controladores e acionistas não controladores; e *c)* acionistas e outras contrapartes da corporação, incluindo credores e funcionários. Todos esses três conflitos genéricos são úteis para caracterização do que os economistas chamam de *problemas de agência*<sup>10</sup>.

Além disso, na elaboração das normas, Oliver Williamson acredita que o direito público é mais próximo do estudo da *Análise Econômica do Direito*, por meio da aplicação da

---

<sup>7</sup> HART, Oliver *et al.* Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, Boston, v.2, n. 2, p. 247-275, 2017. p. 271/272.

<sup>8</sup> *Ibid.*, p. 271/272.

<sup>9</sup> KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 60/61.

<sup>10</sup> Ana Perestrelo de Oliveira também chegou à mesma conclusão ao explorar as leis corporativas sob perspectiva do direito português (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de governo das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017. Edição do Kindle).

economia neoclássica ao direito, ao passo que no direito privado, vinculado à Nova Economia Institucional (NEI), o enfoque está no trinômio direito, economia e organizações<sup>11</sup>.

Assim como as regras e os padrões estabelecidos, o processo que garante o cumprimento dessas leis (*enforcement*) também detém papel relevante na implementação das políticas, afinal, materializa espécie de ferramenta para a imposição dos limites ao comportamento do agente, de forma que as regras sejam devidamente cumpridas.

Para Reinier Kraakman<sup>12</sup>, o acatamento das normas depende de instituições fortes, funcionais e bem estruturadas, tal como os tribunais e órgãos reguladores, além de uma política adequada de incentivos ao particular e de planos de governança interna efetivos.

No plano do direito privado brasileiro, tanto no que se refere à tutela das regras internas da sociedade, quanto à eficácia das normas regulatórias, não é incomum que a muitas questões sejam submetidas ao Poder Judiciário para que a obediência às regras venha imposta pela via judicial.

A atuação jurisdicional, no entanto, traz alguns problemas. Denota-se, em princípio, uma ausência de expertise técnica dos tribunais para a apreciação da conduta dos agentes, o que é capaz de deflagrar o perigo de interpretação diversa da mesma matéria em casos análogos.

Notadamente na seara dos conflitos entre acionistas e administradores, além da notável dificuldade em dirimir a irrepreensibilidade da conduta dos administradores e gestores, ao tribunal carece, ainda, elemento fundamental: a contextualização das circunstâncias em que o agente se encontrava, ou a quais pressões a que ele estava sujeito no instante da tomada de decisão.

Com efeito, a variedade de interpretações que os julgados podem trazer, junto da dicotomia entre uma decisão e outra, causam instabilidade no esforço regulatório, o que dificulta a justa aplicação das regras, além de desincentivar o investimento.

Nesse contexto, a BJR se apresenta como uma contribuição ao exercício da atividade das companhias como agentes econômicos, retirando dos tribunais a prerrogativa de

---

<sup>11</sup> WILLIAMSON, Oliver. Por que direito, economia e organizações? In: SZTAJN, Rachel; Zylbersztain, Décio (org.). *Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. cap. 2.

<sup>12</sup> KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 71/74.

reavaliarem as decisões tomadas sob o contexto empresarial e resguardando a performance dos órgãos da administração, com a garantia de sua autoridade e independência na condução dos negócios.

Por via de consequência, infere-se que a BJR prestigia a liberdade econômica em detrimento da inadequada responsabilidade civil por atos de gestão.

Aos tribunais não se pode exigir expertise técnica capaz de substituir a atuação profissional do administrador apenas com a narrativa de determinados fatos, de forma que aos julgadores carecem ferramentas hábeis a demonstrar se a conduta do administrador foi correta, tampouco se a circunstância do indigitado momento requeria conduta diversa.

Nesse sentido, a propósito, é o voto prolatado no âmbito do Tribunal de Contas da União (“TCU”), sob relatoria do Ministro Vital do Rêgo, no julgamento do Caso Furnas Centrais Elétricas S/A<sup>13</sup>, ao reconhecer que a BJR serve de esteio às decisões dos gestores, evitando que a responsabilização demasiada iniba a sua atuação, inclusive com possíveis reflexos negativos sobre o desempenho da economia do país como um todo, textual:

Portanto, a *business judgment rule* serve de esteio às decisões dos gestores das estatais, evitando que seus atos se vejam a todo momento submetidos à revisão judicial ou administrativa, o que não se coaduna com a flexibilidade gerencial de que deve gozar uma companhia para que possa manter-se dinâmica e competitiva no ramo de atividade econômica a que se dedique. De fato, a responsabilização demasiada inibiria sua atuação, inclusive com possíveis reflexos negativos sobre o desempenho da economia do país como um todo.

Sobre esse ponto, também se posicionou o ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Luiz Antônio Sampaio Campos, asseverando de modo claríssimo que não compete ao órgão regulador avaliar qual a melhor decisão a ser tomada para determinada situação. Compete única e exclusivamente à administração da companhia este poder, *in verbis*:

Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia – inclusive com o estado, trabalhadores, credores e acionistas – e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu

---

<sup>13</sup> TCU - Acórdão n. 492/2019, Rel. Min. Vital do Rêgo, j. 13/03/2019, p. 25.



ver, não deve se imiscuir nessa discricionarieidade e, a bem dizer, nem tem esse poder<sup>14</sup>.

Há que se encontrar, portanto, a justa medida entre a coibição de abusos da posição de autoridade do administrador e o incentivo ao sucesso de sua gestão empresarial. Este equilíbrio visa precipuamente a conferência de maior eficiência à própria atividade econômica.

A eficiência da gestão empresarial, por sua vez, dentro do contexto de modernas economias de mercados, é, ou deve ser, o propósito da tutela jurisdicional, quando ela não se sobreponha à concessão de justiça distributiva.

Nos limites do presente trabalho, entretanto, a despeito de não se fazer necessária a distinção entre vertentes daquilo que se compreende por eficiência, ainda assim, é necessário esclarecer que a premissa básica se apoia na ideia de que eficiência nada mais é do que o atingimento de certo resultado (seja qual for, maximização de riquezas, bem-estar, felicidade, etc.), com a menor incidência possível de custos.

Forte nessa ideia, algumas constatações são inevitáveis: a repressão ao comportamento dos administradores atrelada somente ao resultado financeiro de uma operação implica maiores níveis de cuidado e estimula a aversão ao risco.

O incremento dos níveis de cuidado, por consequência, demanda maiores custos, que devem ser internalizados na companhia ao invés de serem distribuídos ou reinvestidos (Teorema de Coase)<sup>15</sup>.

Além disso, há uma miríade de estudos de economia e psicologia a indicar que o ser humano é, naturalmente, avesso ao risco. Prefere-se uma decisão de baixa incerteza, do que uma aposta de grande incerteza, ainda que o *payoff* esperado seja muito maior<sup>16</sup>. Nesse caso, se o ordenamento estimular a aversão ao risco, haverá uma ulterior dificuldade em contornar a predisposição dos administradores contrária ao risco.

Em suma, o dito popular *quem não arrisca, não petisca* parece estar em consonância com a realidade dos mercados. Assim, a orientação pretoriana que imputa

---

<sup>14</sup> CVM – PAS 3/2002, Rel. Norma Jonssen Parente, j. 12/02/2004.

<sup>15</sup> COASE, Ronald. The Problem of Social Costs. *The Journal of Law and Economics*, v. 3, Chicago, 1960.

<sup>16</sup> COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 6th ed. Boston: Pearson, 2011. p. 47.

excessiva responsabilização aos administradores, a rigor, não deve impor maiores obstáculos à tomada de risco por parte desses agentes.

Justamente sob essa assentada premissa que a BJR se apresenta como uma regra capaz de permitir que administradores tomem decisões arriscadas, sem o temor de que sejam responsabilizados, ainda que dessas decisões negociais decorram prejuízos à companhia<sup>17</sup>.

Destarte, tendo sido constatado que o trabalho se apoia na ideia de que, em matéria de responsabilidade civil dos administradores, a intervenção estatal intensa ameaça os níveis razoáveis de eficiência empresarial, antes de prosseguir, é importante trazer ulteriores noções introdutórias.

Para se discutir maior eficiência empresarial no Brasil, é indispensável avaliar a contribuição que a BJR pode trazer à conformação das companhias.

## **1.2 Estrutura e capital das companhias brasileiras e seus desafios**

Por herança do sistema monista, a estrutura de capital das companhias brasileiras se conformou majoritariamente pelo controle interno concentrado, sendo ele muitas vezes de cunho familiar. O acionista controlador exerce papel nuclear e se sobrepõe à própria gestão executiva.

Nessa conformação, quando o controle gerencial é exercido pelos diretores, de forma direcionada e supervisionada pelo conselho de administração, não raro são os casos em que os conselheiros se deixam levar pela soberania hierárquica do acionista controlador, assim, em última instância, quem rege a atividade empresarial é o próprio acionista.

Na tentativa de compreender a origem dessa estrutura, Luís André Negrelli de Moura Azevedo minudenciou como a interação entre as regras de conduta, as normas jurídicas e os demais fatores condicionantes extrajurídicos (aqueles de ordem econômica e política)

---

<sup>17</sup> DIAS, Luciana Pires. *Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 61.

exercem significativa influência na configuração das estruturas de controle societário de cada país, sendo eles internos, externos, concentrados ou dispersos<sup>18</sup>.

Em apertada síntese, Azevedo classifica as regras de conduta como um conjunto de normas comportamentais que surgem numa determinada comunidade em razão das interações entre os seus membros e que são aprendidas ao longo do tempo pelos participantes por meio de um processo de aprendizado social<sup>19</sup>.

Estas regras podem servir tanto como substrato para elaboração de outras normas regulamentadoras, quanto como um complemento ao ordenamento jurídico pré-existente, como forma de lhe atribuir maior efetividade.

A título exemplificativo, Azevedo faz a ponderação de que não apenas os elevados índices de liquidez e dispersão acionária norte-americanos parecem ter originado as normas estrangeiras atuais, mas, principalmente, o papel central que os administradores das companhias exerceram ao longo do tempo e a confiança que neles foi depositada pelos acionistas<sup>20</sup>.

Percebe-se que a codificação de uma espécie de poder de controle não é, necessariamente, a única forma de conformação daquela estrutura. Há que se considerar que os atos normativos podem ser resultado da realidade social, econômica e política daquela determinada localidade.

Nesse caso, é fácil compreender a razão pela qual o Brasil e os Estados Unidos percorreram caminhos diferentes no que tange à conformação societária. No Brasil, tem-se uma realidade de menor liquidez e dispersão acionária, na qual os acionistas exercem grande influência sobre os órgãos de gestão das companhias, ao passo que nos Estados Unidos o cenário é oposto; verifica-se uma significativa dispersão acionária, com o poder centralizado nas mãos do conselho de administração.

No contexto de menor liquidez das companhias brasileiras, o acionista controlador, que é detentor de um maior número de votos na assembleia, acaba por eleger a maior parte dos

---

<sup>18</sup> AZEVEDO, Luíz André Negrelli de Moura. *Concentração e dispersão do poder político nas organizações coletivas finalísticas. Regime jurídico da companhia aberta integrante do novo mercado da Bolsa de Valores: o papel decisivo desempenhado pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas no âmbito da companhia*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 66.

<sup>19</sup> *Ibid.*, p. 66.

<sup>20</sup> *Ibid.*, p. 66.

administradores da companhia. Assim, com mais representatividade dentro do conselho de administração, o controlador exerce grande influência sobre as diretrizes estratégicas do negócio.

Nesse cenário, tem-se a relativização da independência entre o papel dos acionistas majoritários e dos administradores, de forma que ambos acabam por se direcionar sempre para um mesmo lado.

Essa é justamente a intersecção que deflagra o cometimento de abusos gerenciais. Sendo tais excessos matéria diretamente vinculada a qualquer realidade de concentração acionária, na visão de Calixto Salomão Filho, a sua coibição e o conseqüente estímulo a uma atuação eficiente das companhias necessitam de soluções mais criativas, que não parecem estar afetas apenas à maior eficiência de estruturas concentradas ou diluídas de controle<sup>21</sup>.

Para confirmar o entendimento de Salomão Filho, no decorrer dos últimos anos, fatores extrajurídicos relevantes podem ter sinalizado a necessidade de uma mudança no contexto societário brasileiro. Com o início de inúmeras operações policiais concomitantes àquela que foi denominada *Operação Lava-jato*, os órgãos reguladores voltaram as suas atenções à hierarquia de poder das companhias brasileiras.

Com as diversas atuações administrativas, cíveis e fiscais, as companhias vislumbraram a premente necessidade de profissionalização e independência de seus órgãos de gestão e da implementação de robustos sistemas de controle que fossem capazes de coibir os excessos de poder dos administradores e acionistas.

Nesse sentido, a utilização da BJR para viabilizar maior segurança na atuação dos administradores e garantir a efetiva independência das decisões negociais é, na verdade, um relevante impulso à própria atividade de gestão profissional.

Afinal, os acionistas não mais necessitariam manter sob sua propriedade significativa parcela das ações sociais, o que, por via de consequência, reduzirá os abusos e estimulará o investimento no mercado.

---

<sup>21</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoría crítico-estructuralista del derecho mercantil*. Madri: Marcial Pons, 2017. p. 138.

O silogismo é simples. Enquanto a administração for mantida sob o comando do acionista controlador, remanescerá em voga um conflito intrínseco entre o melhor interesse da companhia e o do controlador. Porém, uma vez apartado o elo entre o acionista controlador e a administração, os incentivos serão concentrados em direção ao melhor interesse da companhia.

Seguindo essa linha de raciocínio, ousamos afirmar que o desenvolvimento das normas de proteção ao administrador poderá, à evidência, influenciar a própria estrutura de capital das sociedades brasileiras.

Nesse sentido, a recepção completa da BJR pelo direito brasileiro pode, de fato, contribuir para o desenvolvimento dos mercados brasileiros e, no que se refere à conformação das sociedades, impulsionar a consolidação de um sistema independente de administração que pouco a pouco poderá alterar o cenário da dispersão acionária das companhias.

A regra tem por escopo fundamental desincentivar a punição dos gestores das companhias com base no resultado de sua atuação, ou seja, a BJR privilegia a autonomia e discricionariedade dos agentes, com a assunção de maior risco na gestão e, por consequência, a maximização de resultados.

Não obstante, como será assinalado no desenvolvimento do trabalho, o desempenho dessa atividade, ainda que discricionária, requer naturalmente deferência máxima aos padrões de conduta estabelecidos pela Lei das S/A.

Os eventuais desvios ou erros de gestão, nas circunstâncias em que o administrador opta por seguir uma determinada estratégia que, ao final, não se revela a mais adequada, devem ser aquilatados e eventualmente repreendidos pelo próprio mercado, e não, como acima explicitado, pelo legislador ou juízes.

Com efeito, da mesma forma que um profissional advogado é substituído por outro quando não são obtidos os resultados desejados pelo constituinte em uma demanda, o administrador também poderá perder o seu cargo ou ter a sua remuneração reduzida se restar demonstrada a sua inabilidade na condução dos negócios.

Outra perspectiva absolutamente diversa é construir uma base legal ou jurisprudencial que imponha ao gestor o dever de resultado somado à imputação de responsabilidade por prejuízos decorrentes de suas decisões, o que, a um só tempo, estimula a

aversão ao risco, aumenta os custos de seguro e diminui a disponibilidade desse tipo de profissional no mercado.

Afinal, sendo atribuída ao administrador a obrigação de atuação patrimonialmente exitosa, o risco para a tomada de qualquer decisão negocial aumenta de forma proporcional ao resultado esperado.

Uma vez majorado o risco da atividade, por via de consequência, o custo a ser pago pelas companhias para a contratação dos administradores também será sensivelmente acrescido.

Sendo assim, como ponto de partida da presente pesquisa, é desde já aventado que a BJR deve ter lugar no regramento societário nacional com inequívoca finalidade de contribuir para a eficiência da atividade das companhias como agentes econômicos, fundamentais à geração de riqueza, enquanto tomadores de decisões razoavelmente arriscadas.

## 2 RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR

Antes ainda da análise específica acerca da BJR, entendemos necessária uma breve incursão ao regime jurídico da responsabilidade civil do administrador.

Considerando que já se têm como superadas as teorias acerca dos vínculos jurídicos com os quais os administradores se relacionam com a sociedade, o reconhecimento da representação orgânica assentou a responsabilidade *ex lege* do agente<sup>22</sup>.

Avaliando-se a responsabilidade do administrador para com a sociedade, no mesmo sentido em que seguiu o Código Civil, ao implementar um sistema voltado não apenas à recomposição do dano, mas também à prevenção de sua ocorrência<sup>23</sup>, a Lei das S/A estabeleceu como regra a responsabilidade de ordem subjetiva, delineada por sistema de padrões de conduta pré-determinados.

A teor do que dispõe o artigo 158, *caput* da Lei das S/A, o administrador não será pessoalmente responsabilizado pelas obrigações que contrair em nome da sociedade. Em ato de regular gestão, responde, porém, quando a sua atuação se der com culpa, dolo ou com violação da lei ou do estatuto.

Os atos regulares, segundo o alvitre de José Alexandre Tavares Guerreiro, têm por limite específico o objeto social e a liberdade de gestão, que somente se admite enquanto ordenada a perseguir o interesse social<sup>24</sup>.

Alguma dissonância doutrinária, contudo, é observada quanto à atuação do administrador em violação à lei ou ao estatuto, seja porque essa hipótese poderia ser recepcionada como responsabilidade de ordem objetiva ou apenas porque, nestes atos, haveria que se inverter o ônus da prova, imputando ao agente o dever de demonstrar a correção da sua conduta.

---

<sup>22</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedade por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 11, n 8, p.11-16, 1972. p. 13.

<sup>23</sup> GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Responsabilidade civil pelo risco da atividade*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 22/23.

<sup>24</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 20, abr./jun. 1981. p. 74.

A despeito desta premissa, bem é de se ver que a matéria é tradicionalmente debatida, razão pela qual, atualmente, apresenta-se um tanto estabilizada, de forma que o presente estudo apenas se dedicará a realizar uma breve síntese sobre o tema.

## 2.1 Atuação do administrador dentro de suas atribuições e poderes

Tratando das hipóteses de efetiva responsabilidade, a segunda parte do artigo 158 preceitua que o administrador responderá pelos prejuízos causados quando, na esfera de suas atribuições ou poderes, proceder com culpa ou dolo (inciso I) ou em violação da lei ou estatuto (inciso II).

As atribuições ou poderes a que se refere o primeiro inciso do dispositivo são delimitadas pelos artigos 153 e 154 da Lei das S/A e pelo próprio estatuto social, o que inclui a atuação em consonância com o objeto e interesse social.

A regra do artigo 153 se afasta do modelo civilístico, de origem romana, calcada na ideia do *bonus pater familias*, que remete a uma pessoa conservadora e avessa aos riscos, adotando previsão de aspecto amplo, que pretende contemplar o dinamismo da prática comercial e estabelece como régua para a atuação dos administradores postura altiva, arrojada e instruída<sup>25</sup>.

São regulares os atos de gestão que têm por objetivo satisfazer o interesse comum dos acionistas na promoção das atividades sociais e dos demais *stakeholders* com os quais a companhia se relaciona<sup>26</sup>.

O requisito da subjetividade, por sua vez, é determinado pela culpa ou dolo e tem suas raízes no artigo 186 do Código Civil, que versa sobre a culpa no sentido *lato sensu*, que abrange o dolo, e a culpa *stricto sensu*, que alberga a negligência, imprudência e imperícia daquele que por ação ou omissão voluntária viola direito e causa dano a outrem.

O ato ilícito doloso consiste na intenção de ofender o direito ou prejudicar o patrimônio de alguém, ao passo que o ato culposo é aquele que causa lesão, embora o resultado não seja almejado pelo agente<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2. p. 468.

<sup>26</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 51.

<sup>27</sup> AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2003. v. 2. p. 352.



Na clássica definição de José Aguiar Dias “[...] a culpa é a falta de diligência na observância da norma de conduta, isto é, o desprezo por parte do agente, do esforço necessário para observá-la, com resultado, não objetivado, mas previsível, desde que o agente detivesse na consideração das consequências eventuais da sua atitude.”<sup>28</sup>.

No que se refere ao dever violado, a culpa pode ser contratual, quando importa a inexecução de alguma obrigação advinda de contrato; ou extracontratual quando deriva do cumprimento de norma jurídica.

Para Álvaro Villaça Azevedo, a culpa extracontratual se divide em subjetiva ou delitual, quando há culpa do indenizador, e objetiva ou decorrente do risco, quando não existe culpa do indenizador, o qual, por sua atividade, deu causa ao risco<sup>29</sup>.

Já quanto a gradação da culpa, Azevedo afirma que ela poderá ser grave, leve ou levíssima. Este critério, entretanto, resulta da interpretação medieval, pela qual, a culpa grave guarda uma negligência em nível máximo, que não se confunde com dolo, conquanto não tenha a intenção deliberada de prejudicar, mas exige um alto nível de desatenção.

A culpa leve é aquela passível de ser evitada com grau de atenção normal e ordinário do agente, se observados os cuidados do *bonus pater familias*, conceito que, diga-se de passagem, também foi adotado pela Lei das S/A.

A culpa levíssima, por sua vez, é aquela evitável com atenção extraordinária.

Para configuração do ato ilícito, entretanto, basta que exista qualquer nível de culpa. A gradação desse conceito se torna relevante, entretanto, a teor do artigo 944 do Código Civil, que prevê a redução equitativa da indenização caso exista excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e a extensão do dano<sup>30</sup>.

Nessa hipótese, haverá adequação do valor imputado para indenização à conduta perquirida pelo agente, com a avaliação, inclusive, da dimensão da culpa.

Na seara do Direito Societário, esclarece Nelson Eizirik que, sendo os administradores admitidos como órgãos da companhia, as suas atribuições, por consequência,

---

<sup>28</sup> DIAS, José Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 10. ed. Rio de Janeiro, Forense, 1995. v. 1. p. 120.

<sup>29</sup> AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2003. v. 2. p. 348/360.

<sup>30</sup> *Ibid.*, p. 348/360.

decorrem exclusivamente da lei ou do estatuto (e não propriamente de uma relação de mandato), assim, a responsabilidade prevista na Lei das S/A é aquiliana, delitual ou *ex lege* e o dever de indenizar nasce com a própria infração aos dispositivos legais ou estatutários<sup>31</sup>.

Para fins da responsabilidade, portanto, tal como prevê o diploma civil, faz-se necessário que se identifique qual o dano causado, o ato ilícito e o nexo de causalidade entre a conduta e o dano. A causalidade e o dano devem ser, ambos, comprovados, não podendo se falar em dano presumido<sup>32</sup>.

Esclarece, a propósito, Marcelo Von Adamek que a verificação do ato ilícito deverá ser realizada à luz do dever de diligência previsto no próprio artigo 153 da Lei das S/A, que atuará como elemento guia para a aferição de culpa ou dolo. Nesse caso, haverá a alocação da culpa *stricto sensu* segundo os contornos do caso concreto e mediante a disposição específica do artigo 153<sup>33</sup>.

Torna-se necessário, ademais, particularizar a definição da culpa à luz dos padrões de conduta próprios ao direito das sociedades anônimas<sup>34</sup>. Tem-se, por conseguinte, que o disposto no artigo 158, I da Lei das S/A é a contraface do dever de diligência, isto é, coloca a negligência e a diligência em posições opostas<sup>35</sup>.

Com relação ao ônus da prova, autorizada doutrina sustenta que o inciso I da referida norma impõe ao autor da ação o ônus da prova de que o administrador, dentro das suas atribuições, agiu com culpa ou dolo<sup>36</sup>.

Esse entendimento está calcado na aplicação do artigo 373, I do Código de Processo Civil, que estabelece a regra geral quanto ao ônus subjetivo da prova, que imputa ao autor o ônus de demonstrar o fato constitutivo do seu direito.

---

<sup>31</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3. p. 171.

<sup>32</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1. p. 1084-1254. p. 1203.

<sup>33</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 213/219.

<sup>34</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 64.

<sup>35</sup> CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio, *op. cit.*, p. 1207.

<sup>36</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von, *op. cit.*, p. 214; EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, p. 176; TAVARES, José Edwaldo. *Direito societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 44; e SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 125.

Adamek anota que quando estiver em discussão o descumprimento do dever de diligência, ao autor da ação será carreado o ônus de demonstrar: (i) a conduta comissiva ou omissa do administrador; (ii) a conduta que teria sido correta à luz do dever de diligência; e (iii) a inadequação da conduta concreta em comparação à conduta abstrata<sup>37</sup>.

## 2.2 Atuação do administrador com violação da lei ou do estatuto

No que se refere à disposição do inciso II, a Lei das S/A estabeleceu a responsabilidade pessoal do administrador em sentido amplo, de forma que, caracterizado o ato ilícito, haveria a presunção relativa da culpa ante a violação da lei ou do estatuto<sup>38</sup>.

Contudo, essa constatação não é uníssona na doutrina.

Parcela reduzida, conquanto autorizada, da literatura especializada, posiciona-se no sentido de que a regra do inciso II do artigo 158 traduz a responsabilidade objetiva prevista no artigo 927 do Código Civil.

Infere-se do artigo 927, que a responsabilidade à reparação do dano, independente da culpa, nos casos específicos da lei ou quando a atividade implicar risco aos direitos de outrem.

Nessa espécie, o ato ilícito é caracterizado quando presente o nexo de causalidade entre o ato e o dano, sendo desnecessário qualquer outro elemento.

Segundo lição de Modesto Carvalhosa, a responsabilidade objetiva se justifica uma vez que o cumprimento da lei é inexcusável, assim, o seu descumprimento, revela grande risco de dano à companhia<sup>39</sup>.

No mesmo sentido, Alexandre Couto Silva deduz que a observância da lei e do estatuto social é fundamental para a proteção dos interesses da companhia, o que ensejaria a aplicação da responsabilidade objetiva<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 215.

<sup>38</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3. p. 176/177.

<sup>39</sup> CARVALHOSA, Modesto. Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 49, p. 14-20, jan./mar. 1983. p. 17.

<sup>40</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 125.

Já em sentido oposto, Luiz Antônio Sampaio Campos anota que o regime geral de responsabilidade civil brasileiro adotou a responsabilidade com base na culpa própria e o repúdio à responsabilidade objetiva. No seu entendimento, caso assim não o fosse, além de afugentar profissionais sérios e honestos, retiraria dos administradores a aptidão para tomada de risco<sup>41</sup>.

Citando José Luiz Bulhões Pedreira, Alfredo Lamy Filho e Trajano de Miranda Valverde, em posição convergente, Campos assenta que apesar do inciso II do artigo 158 não exigir ostensivamente a presença do dolo ou culpa, essa distinção não implica a adoção da responsabilidade objetiva, mas apenas indica a inversão do ônus da prova ou a presença da culpa relativa, que pode vir a ser afastada<sup>42</sup>.

Em posição intermediária, todavia, mas que também afasta a responsabilidade objetiva, Marcelo Von Adamek frisa que o requisito da culpa ou dolo deve ser inferido de ambos os incisos, ainda que no segundo não tenha constado com a mesma precisão. Isso porque, no seu entendimento, a responsabilidade civil por ato ilícito que se encontra prevista no artigo 186 do Código Civil determinou, como regra, a necessidade do elemento subjetivo<sup>43</sup>.

Nesta hipótese, não haveria que se falar em qualquer diferença entre a previsão dos incisos I e II, de sorte que, em ambos, mostra-se necessária a prova da culpa ou dolo por parte do autor da demanda.

Esta posição, no entanto, não parece ter granjeado adeptos. Ainda remanesce majoritário o entendimento de que o inciso II prevê, no lugar da responsabilidade objetiva, a inversão do ônus de se provar o quanto foi alegado.

Nessa circunstância, cumpre ao administrador demonstrar que, embora tenha atuado em violação da lei ou estatuto, agiu sem culpa ou dolo. Isto é, o administrador deve comprovar que agiu em contrariedade à lei ou ao estatuto como única alternativa viável ao atendimento do interesse social.

---

<sup>41</sup> CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. p. 1200.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 1207/1208.

<sup>43</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 218/219.

No que se refere à extensão da responsabilidade dos atos enquadrados no inciso II, segundo José Alexandre Tavares Guerreiro, o administrador apenas deverá ser reconhecido como órgão da companhia enquanto atuar no limite de suas atribuições, assim, em raciocínio contraposto, ante o regime de publicidade das sociedades anônimas, a companhia não deveria ser responsabilizada por atos de administrador que age em contrariedade à lei ou ao estatuto<sup>44</sup>.

Afinal, presume-se que os terceiros contratantes conheçam a estrutura da companhia e, por consequência, a legitimação dos seus representantes.

Ocorre que, conforme Guerreiro reconhece, não é hábito do homem comum verificar os poderes de atuação do administrador, existindo uma predisposição de responsabilizar as companhias por obrigações contraídas pelos administradores em violação da lei ou estatuto quando o terceiro estiver de boa-fé.

Assim sendo, tratando-se da atuação em violação da lei ou estatuto, à companhia poderá ser imputada responsabilidade, a depender da avaliação do caso concreto.

### **2.3 Notas sobre a responsabilidade civil do administrador nas Estatais**

Considerando que o presente trabalho se propõe a analisar a aplicação da BJR no direito brasileiro, resulta importante a avaliação de alguns acórdãos do TCU em que a regra foi aplicada, fazendo-se necessárias algumas ponderações acerca do regime de responsabilidade dos administradores no contexto das Estatais.

Com efeito, desde há muito, aguardava-se a regulamentação do artigo 173, § 1º da Constituição Federal para a normatização efetiva do estatuto das empresas públicas e sociedades de economia mista.

Diante da ausência de disposição específica, a responsabilidade dos dirigentes de empresas estatais foi tema controvertido perante o Supremo Tribunal Federal (“STF”). Dada sua natureza híbrida, é necessário que se compreenda em qual medida podem os agentes de administração serem passíveis do controle externo exercido pelo Estado.

---

<sup>44</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 20, abr./jun.1981. p. 74/77.

A jurisprudência que versa sobre a matéria é oscilante e, talvez em razão da base política da qual a administração das estatais é arraigada, a gestão problemática exercida pelos administradores, corriqueiramente, passou a ser submetida à fiscalização pública por meio do controle dos atos administrativos.

Diante à incerteza quanto aos limites de atuação da Corte de Contas perante as estatais, o STF colocou em plenário o julgamento do Mandado de Segurança n. 25.181/DF, sob a relatoria do Ministro Marco Aurélio de Mello, cujo objeto era justamente a alçada do Tribunal de Contas sobre atos da sociedade de economia mista.

Para o Ministro Cézar Peluso, enquanto não editado o marco regulatório que viesse a resolver a questão, a metodologia de fiscalização deveria ficar à cargo dos próprios órgãos de controle<sup>45</sup>.

A despeito de serem favoráveis ao controle externo desempenhado pelo Estado dentro dos entes privados, os Ministros Sepúlveda Pertence<sup>46</sup> e Gilmar Mendes<sup>47</sup> externaram grande preocupação acerca da sugestão do Ministro Cézar Peluso, deduzindo que os auditores dos Tribunais de Contas não teriam sequer preparo para atuar como *tutores* das empresas estatais.

Os ministros sopesaram o desempenho do órgão de controle exercido sobre os agentes econômicos de estrutura privada, decidindo, por fim, que tais empresas atuam em regime de intensa competitividade e têm por objetivo a geração de lucro para a poupança privada, o que, por si só, seria incompatível com o controle externo excessivo.

De toda forma, ante a ausência do marco regulatório, por votação unânime, o STF investiu o TCU com o poder de controle sobre a gestão de sociedades de economia mista, conferindo nova interpretação ao inciso II do artigo 71 da Constituição Federal.

Preenchendo ainda as lacunas deixadas pela própria Constituição Federal, foram promulgadas a Lei n. 13.3030/16 (Lei de Responsabilidade das Estatais – LRE) e o seu respectivo Decreto n. 9.203/17.

---

<sup>45</sup> STF – Mandado de Segurança n. 25.181/DF, Rel. Min. Marco Aurélio, j. 10/11/2005, voto Min. Cézar Peluso, p. 47.

<sup>46</sup> STF – Mandado de Segurança n. 25.181/DF, Rel. Min. Marco Aurélio, j. 10/11/2005, voto Min. Sepúlveda Pertence, p. 41.

<sup>47</sup> STF – Mandado de Segurança n. 25.181/DF, Rel. Min. Marco Aurélio, j. 10/11/2005, voto Min. Gilmar Mendes, p. 52.

A LRE é um instrumento normativo amplo, com escopo de disciplinar o regime societário das estatais, estabelecer regras de governança corporativa, orientar a contratação e gestão de dirigentes, limitar a fiscalização externa às empresas e disciplinar as suas licitações.

O espírito do legislador era precisamente o de inserir nas estatais os métodos tradicionais de gestão empresarial privada, ressaltando aspectos societários de governança corporativa.

Em seu artigo 5º, restou determinado que, às sociedades de economia mista e empresas públicas, deveria ser aplicada, subsidiariamente, a Lei das S/A.

O regime da subsidiariedade revela a intenção do legislador de reconhecer a especificidade da natureza das sociedades de economia mista, que são merecedoras de disciplina distinta das companhias de capital integralmente privado, evidenciando também o desejo de uniformização do marco legal dessas empresas com aquelas do mesmo modelo societário<sup>48</sup>.

O referido diploma introduziu algumas alterações específicas no regime das sociedades anônimas reguladas pela Lei das S/A, particularmente para modular a influência do controle externo sob a sua gestão, evitando a subordinação do interesse da empresa pública aos interesses particulares dos dirigentes políticos e das questões burocráticas<sup>49</sup>.

A LRE também tentou reduzir as ingerências político-partidárias em torno da atuação das estatais, estabelecendo alguns mecanismos de controle e injetando a metodologia de boa gestão corporativa.

De plano, no artigo 1º, a LRE preceituou que o seu regramento se aplica a todas as empresas de natureza pública, sem fazer distinção se exploradoras de atividade econômica de produção, comercialização, prestadora de serviços públicos ou sujeitas a regime de monopólio, o que acabou por neutralizar a primeira de todas as discussões.

Mais adiante, no artigo 89, visando regular o exercício da fiscalização das estatais pelos órgãos de controle externo, a LRE determinou que o exercício da supervisão não deve

---

<sup>48</sup> ALTOUNIAN, Cláudio Sarian; CAVALCANTE, Rafael Jardim; COELHO, Sylvio Kelsen. *Empresas estatais: governança, compliance, integridade e contratações: os impactos da Lei n. 13.303/2016*. Belo Horizonte: Fórum, 2020. p. 110.

<sup>49</sup> *Ibid.*, p. 111.

ensejar a redução ou supressão da autonomia inerente à natureza das companhias públicas ou mistas, tampouco autorizar a ingerência do supervisor em sua administração, determinando, por fim, que a supervisão deve ser exercida nos limites da legislação aplicável.

A lei não regeu com profundidade os limites de atuação destes órgãos, todavia, determinou no artigo 90 que as ações e deliberações do órgão de controle não podem implicar interferência na gestão das companhias, no exercício de suas competências ou na definição de políticas-públicas.

A Lei Orgânica do TCU (Lei n. 8.443/1992), contudo, que é bem amis antiga, parece contrastar com a LRE.

A teor do que consta previsto no artigo 43, II da aludida lei, o relator ou o próprio Tribunal de Contas poderão, se verificada a ocorrência de irregularidade quanto à legitimidade ou economicidade, intimar os envolvidos para apresentação de justificativa e, não sendo elidida a controvérsia, aplicar multa.

Já no artigo 47 da mesma lei, consta disposição análoga, determinativa de que, uma vez configurada a ocorrência de desfalque, desvio de bens ou outra irregularidade implicando dano ao erário, o procedimento deve ser convertido em Tomada de Contas Especial, que tramitará em apartado aos das contas anuais.

É de se destacar, inclusive, que, segundo entendimento firmado pelo TCU, um ato de gestão passível de responsabilização pelo artigo 158 da Lei das S/A é também plenamente passível de ser enquadrado nos artigos 43 e 47 da Lei n. 8.443/1992<sup>50</sup>.

Nesse ponto, a jurisprudência administrativa estabelece paralelo com a legislação societária admitindo que todas as decisões negociais tomadas no curso da direção de uma companhia devem, necessariamente, respeitar os princípios da legitimidade, economicidade e não podem produzir dano ao erário.

Especificamente em razão do princípio da economicidade e da inexistência de dano ao erário, a questão se mostra absolutamente complexa, uma vez que, a imensa maioria das decisões equivocadas no curso de gestão de uma companhia irão resultar em perda financeira, o que confere ao TCU irrazoável margem para o controle e responsabilização dos gestores.

---

<sup>50</sup> TCU – Acórdão n. 3052/2016, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 30/11/2016.



Infere-se, pois, de um lado, a preocupação do legislador em garantir a autonomia na gestão empresarial das estatais, prestigiando a discricionariedade dos administradores, mas, de outro lado, a tentativa de reforçar a existência do controle externo em termos significativamente amplos, com aspectos de difícil objetivação<sup>51</sup>.

A problemática que se coloca nesse caso é a definição das possíveis balizas pelas quais os atos de gestão seriam, portanto, passíveis de controle pelo Estado.

Na tentativa de solucionar a questão que foi deixada de lado pelo legislador, André Castro Carvalho e Otávio Venturini<sup>52</sup> sugerem o estabelecimento de critério objetivo, com a indicação de diferença prática quanto à atuação do administrador enquanto agente de companhia privada e agente de companhia pública, deduzindo estarem sujeitos à fiscalização pública apenas e tão somente quando no exercício do *munus* público.

Para Carvalho e Venturini, o controle externo deve incidir de forma ampla, especialmente nas operações regidas por normas de natureza administrativa, que comumente estão relacionadas ao monitoramento dos gastos públicos.

Nesse caso, conquanto a atuação do administrador verse sobre o procedimento da realização de concursos públicos, regras orçamentárias ou de processos licitatórios, caberá a Corte de Contas a fiscalização e análise da atuação dos dirigentes no âmbito das decisões de negócio<sup>53</sup>.

Já para os atos gerenciais que não digam respeito à relação com o desempenho do *munus* público, a sua atuação e, conseqüentemente, a sua responsabilização, deverá ser avaliada à luz das regras de direito privado, nos termos do que dispõe a Lei das S/A acerca dos padrões de conduta e da responsabilidade civil aquiliana.

Na prática, essa questão se descortina um tanto confusa, principalmente quando analisada sob a óptica dos atos considerados ímprobos, no âmbito da aplicação da Lei n. 8.429/1992 (“LIA”).

---

<sup>51</sup> CARVALHO, André Castro; VENTURINI, Otavio. Governança corporativa e controle do “Sistema U” sobre a gestão das estatais: uma análise da Lei n. 13.303/16. *Jota*, São Paulo, 1 fev. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/governanca-corporativa-e-controle-do-sistema-u-sobre-gestao-das-estatais-01022018>. Acesso em: 16 nov. 2020.

<sup>52</sup> *Ibid.*

<sup>53</sup> *Ibid.*

Afinal, a decisão negocial pode ser enquadrada como ato de gestão do administrador, e, por outra via, pode ser recepcionada como conduta que fere os princípios da administração pública, o que, sob a óptica do TCU, seria passível de punição.

Em outras palavras, de pouco adianta as disposições da LRE se o TCU enquadrar os atos negociais dos gestores das companhias como atos administrativos, pois o controle do Estado seria exercido independente do contexto no qual as decisões de negócio foram tomadas.

Essa é a razão pela qual, não poucas das vezes, os acusados invocam a BJR como tese de defesa nos procedimentos administrativos que tramitam perante o TCU, notadamente naqueles cujo objeto é a tomada de contas.

Nesses casos, as decisões negociais que deveriam ser objeto de avaliação pela Lei das S/A, são sindicadas sob o espectro da Constituição Federal, quanto à legitimidade ou economicidade de ato administrativo. As decisões prolatadas, em sua maioria, não enfrentam diretamente a questão sobre a aplicação da regra, e quando o fazem, colocam de lado a problemática da excessividade de controle externo.

Considerando, entretanto, que existe recorrência quanto a menção da BJR em inúmeros julgamentos, o presente trabalho se dedica a analisá-los.

Especificamente no que se refere aos atos gerenciais qualificados como ímprobos, no curso da pesquisa entrou em vigor a Lei n. 14.230/2021, que promoveu sensível alteração na LIA.

Na mesma direção do artigo 28 do Decreto n. 4.657/42 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro - LINDB), que introduziu como requisito para a punição do agente o conceito de erro grosseiro, foi promulgada a Lei n. 14.230/2021 que, dentre outras alterações, retirou os atos culposos do rol de atos ímprobos, reduzindo, neste ponto, a capacidade sancionadora do Estado<sup>54</sup>.

Tradicionalmente, os atos ímprobos exigiam, em sua maioria, a presença de dolo. Entretanto, havia no artigo 10 da antiga versão da LIA hipótese de improbidade que poderia ser configurada a partir de atos reconhecidamente culposos.

---

<sup>54</sup> MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; FREITAS, Rafael Vêras. *Comentários à Lei n. 13.655/2018*. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

Consoante o que dispunha o referido dispositivo, constituía ato de improbidade administrativa qualquer ação ou omissão, dolosa ou culposa, que causasse lesão ao erário, ensejasse perda patrimonial, desvio, apropriação, malbaratamento, dilapidação dos bens ou haveres das entidades referidas no dispositivo.

Desde outubro de 2021, contudo, foi suprimido de tal regra legal a remissão aos atos culposos, sendo, portanto, passíveis de responsabilização pela LIA apenas os atos comprovadamente dolosos.

Inclusive, para afastar qualquer dúvida acerca da matéria, no artigo 17-C, o legislador consagrou expressamente que a ilegalidade sem a presença de *dolo que a qualifique*, não configura ato de improbidade. Remanescem como atos ímprobos, portanto, apenas aqueles oriundos de conduta desonesta do agente e não propriamente inábil.

A definição do que se entende por atos de improbidade, propriamente ditos, foi reunida nos artigos 9º, 10 e 11, para o fim de determinar que são passíveis de sanção os atos que proporcionem ao agente auferir qualquer tipo de vantagem indevida em razão do exercício de função pública; qualquer conduta que enseje perda patrimonial ou desvio de bens dos sujeitos passivos (por exemplo as empresas públicas e sociedades de economia mista); e qualquer conduta que viole os deveres de honestidade, imparcialidade, legalidade e lealdade às instituições.

Considerando, então, que a LIA em sua nova versão restringiu a punição de condutas dolosas, e que a boa-fé é requisito basilar para utilização da BJR, a recorrência da aplicação da regra nos processos de improbidade administrativa (que, nesses casos, já era sensivelmente minguada) será, ainda mais, restrita. Remanesce, por outro lado, a possibilidade de reavaliação da conduta dos administradores sob a perspectiva da própria Constituição Federal.

É justamente nesse sentido que, ao longo do trabalho, serão analisados julgados prolatados pelo TCU em procedimentos de tomada de contas ou auditorias, nos quais, a BJR foi expressamente referida.

Assim, tendo sido feitos os necessários esclarecimento sobre o panorama hodierno da responsabilidade civil do administrador no ordenamento brasileiro, seja sob o viés da responsabilidade civil aquiliana por inobservância de deveres gerais de cuidado, seja pela

responsabilidade civil lastreada na ideia de descumprimento à lei ou estatuto ou, ainda, segundo a noção mais atualizada de improbidade administrativa, já é possível tecer as primeiras ideias sobre a BJR propriamente dita.

### 3 ***BUSINESS JUDGMENT RULE (BJR)***

#### 3.1 **Origens e enquadramento dogmático**

A BJR teve sua origem mais remota nos tribunais ingleses, em meados do século XVIII, em particular, no caso *Charitable Corp. vs Sutton*<sup>55</sup>, pelo qual os conselheiros de uma companhia de caridade foram acusados de não monitorar adequadamente os procedimentos de empréstimos da corporação, causando significativo prejuízo financeiro.

Na apreciação dos fatos, o *Lord Hardwicke* ponderou que ao receber o encargo de integrar um conselho de administração os conselheiros são obrigados a agir com lealdade e razoável diligência, sendo que o simples fato de não terem obtido qualquer vantagem com o desvio sob investigação não os exime da responsabilidade de evitar o dano. Sob esses fundamentos, todos os conselheiros acabaram sendo responsabilizados.

Já nos Estados Unidos da América, ao que se sabe, a BJR começou a ter os seus primeiros contornos apenas no século XIX<sup>56</sup>, no caso *Percy vs. Millaudon*<sup>57</sup>, julgado pela Suprema Corte de Lousiana, em 1829.

A questão envolvia a responsabilização de administradores de um banco pela perda incorrida em razão de desfalques realizados no caixa pelo próprio presidente da instituição. No respectivo julgamento, restou reconhecido que aos conselheiros deveriam ser atribuídos o dever de cuidado e de diligência para o desempenho das suas decisões negociais.

Nesse sentido, a Corte entendeu que a atribuição de responsabilidade deveria se dar apenas quando demonstrada a desinformação dos conselheiros no desempenho de suas funções e evidenciado que o erro por eles cometido foi absolutamente grosseiro, fora dos padrões de conduta esperados para profissionais em funções equiparadas.

Posicionamentos similares foram sendo articulados em diversos tribunais americanos e cada vez mais se aproximando ao que se entende atualmente por BJR.

---

<sup>55</sup> *Charitable Corp. vs. Sutton*, 2 Atk. 404, (Del. Ch. 1742). MCMURRAY, Marcia M. An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Business Judgment Rule. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 40, n. 3, p. 605-630, Apr. 1987.

<sup>56</sup> *Goldbold vs. Branch Bank*, 11:191 (Ala. 1847); *Smith vs. Prattville Mfg. Co.*, 29:503 (Ala. 1857); *Hodges vs. New England Screw Co.*, 1:312 (R.I. 1850).

<sup>57</sup> *Percy vs. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 616 (La. 1829).

No contexto do liberalismo norte-americano, assentado sobre o ideal de que a principal fonte de regulação contra a má administração deveria vir do próprio mercado<sup>58</sup>, a BJR foi construída e idealizada como um *common law principle of corporate law*<sup>59</sup>.

No curso do julgamento de ações que tinham por objeto a diligência empreendida pelos administradores das companhias e a mensuração de sua responsabilidade na tomada de decisões que não foram benéficas à pessoa jurídica, o princípio norteador da BJR passou a ser bastante aplicado, notadamente pelas cortes de Delaware<sup>60</sup>.

Considerando a inevitabilidade de que algumas decisões negociais arriscadas viriam a se demonstrar equivocadas no futuro, a possibilidade de reavaliação judicial constante evidenciou que a administração das companhias poderia se tornar instrumento de gestão completamente avessa ao risco, o que de certo modo poderia prejudicar os próprios acionistas<sup>61</sup>.

Nesse sentido, o dever de cuidado dos administradores passou a ser calibrado com a BJR que, caso a caso, foi se remodelando e adquirindo substância tanto para a sua aplicação pelos julgadores quanto para a determinação dos padrões de conduta que deveriam ser adotados pelo mercado com o escopo de proteção e tutela dos atos de gestão.

Tratando-se de um conceito germinado, *intra muros*, pela jurisprudência e sob a fecunda premissa de que não há nenhum cânone legal que propriamente defina a BJR, e tampouco seria útil reduzir o conceito de BJR a uma designação estanque e específica.

Fazendo uso da sábia afirmação de Robert W. Hamilton<sup>62</sup>, que certa vez chegou a afirmar que a BJR existe e é aplicável em determinadas ocasiões, mesmo não possuindo uma

---

<sup>58</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e Business Judgment Rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51–74, mar. 2015. p. 2.

<sup>59</sup> ARSHT, Samuel. The Business Judgment Rule Revisited. *Hofstra Law Review*, Hempstead, v. 8, article 6, 1979. p. 93.

<sup>60</sup> O estado de Delaware no nordeste dos Estados Unidos, a despeito de ser o segundo menor ente federativo em área territorial, é célebre por sediar aproximadamente 66,8% das companhias que integram a lista da Fortune 500, que ranqueia as maiores corporações dos Estados em receita total. (disponível em: <https://corp.delaware.gov/stats/> Acesso em: 18 mai. 2023). Esta escolha se deve ao fato de que as cortes de Delaware possuem conformação que privilegia a concentração de casos empresariais e societários, assim, ao longo do tempo, o tribunal adquiriu reconhecido grau de especialização em matérias corporativas. Além disso, a escolha por Delaware também está relacionada à existência do *Delaware General Corporate Law*, um dos estatutos mais avançados e flexíveis do país, que prioriza a autorregulação e o reduzido nível de burocracia para incorporação e manutenção das companhias. (BLACK Jr, Lewis S. *Why Corporations Choose Delaware*. Delaware Department of State, 2007, p. 1).

<sup>61</sup> KLEIN, William; COFFEE Jr., John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010. p. 157.

<sup>62</sup> HAMILTON, Robert W. *Corporations: including partnerships and limited: cases and materials*. West Publishing Co., 4th ed. 1990. p. 730.

definição própria, *in verbis*: “We are saying that there is a business judgment rule, that we know what it is and when it should be applied, but we can’t define it”<sup>63</sup>.

Além desse aspecto, por ser a *Corporate Law* americana oriunda da atividade legislativa estadual, é preciso aceitar que uma ou outra interpretação da BJR possa variar, contudo, a ideia central de aplicação segue sempre as diretrizes estabelecidas principalmente nas cortes de Delaware, quais sejam:

*A court will presume, ‘that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. ‘Unless a plaintiff rebuts one of the three initial presumptions, i.e., unless a board of directors is shown not to have acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company, the board of directors will not incur any liability as a result of its decision, and a court will not disturb the decision itself, so long as the decision can be attributed to any rational business propose*<sup>64/65</sup>.

Sem adentrar às especificidades desenvolvidas pelos *cases law* de cada estado americano, tradicionalmente, a BJR foi desenvolvida como espécie de presunção de que o processo decisório do conselheiro é provido de todos os devidos requisitos legais de boa conduta, isto é, traduzindo livremente, pautados na tríade principiológica: (i) decisão informada; (ii) atuação de boa-fé; e (iii) crença honesta de que a ação tomada foi no melhor interesse da companhia<sup>66</sup>.

Nesse sentido, para a responsabilização do administrador ou revisão de uma decisão comercial, é necessário que um dos elementos desta tríade seja afastado e isso possa ser demonstrado pelo acusador.

Não se trata propriamente de uma presunção que impede a revisão da decisão comercial, mas de um conceito que direciona a análise jurisdicional acerca das circunstâncias em

<sup>63</sup> Tradução livre: “Nós estamos dizendo que a *business judgment rule* existe, que nós sabemos o que é e que devemos aplicá-la, no entanto, não podemos defini-la”.

<sup>64</sup> BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000. p. 2.

<sup>65</sup> Tradução livre: “O tribunal deve presumir que os administradores tomam decisões comerciais de maneira informada, boa-fé e na crença honesta de que a conduta se deu no melhor interesse da companhia. A menos que o demandante da ação refute uma dessas três presunções, i.e. a menos que o conselho de administração não tenha agido de maneira informada, de boa-fé e na crença honesta de que a conduta se deu no melhor interesse da companhia, ele não deve incorrer em qualquer responsabilidade pela sua decisão e o tribunal não deve reavaliar a decisão em si, desde que ela possa ser atribuída a qualquer propósito racional de negócios”.

<sup>66</sup> *Model Business Corporate Act*, official comment section 8.31(a), 2016 revision, American Bar Association press.

que a deliberação foi tomada pelo agente e o grau de informação por ele detido naquele momento.

Além disso, muito longe de se constituir uma barreira contra a responsabilização por fraude, má prática ou tomada de decisões de maneira negligente, a aplicação da BJR impõe o cumprimento de significativos *standards* de conduta tal como o dever de cuidado do conselheiro<sup>67</sup>.

De forma análoga, a BJR também não deve ser vislumbrada como substrato de impunibilidade. Pela aplicação da BJR, o decreto de improcedência da pretensão de responsabilização do administrado é, de certa forma, incentivado, mas apenas nos casos em que o autor da ação de responsabilidade deixou de demonstrar os fatos que ensejam a responsabilização do administrador ou porque a tomada de decisão foi considerada coerente com as circunstâncias, independentemente do resultado advindo<sup>68</sup>.

Na verdade, a BJR é o reconhecimento da falibilidade humana<sup>69</sup>. A intenção não é avaliar se a decisão tomada pelo profissional foi correta (porque ela pode inclusive não o ser), mas de determinar se no curso do processo decisório o agente observou todos os padrões da boa conduta.

Esta premente necessidade de isolar a conduta dos administradores da responsabilização direta tem por objetivo precípua evitar a indução de aversão indevida ao risco. Afinal, não se mostra eficiente que todas as decisões negociais, sabidamente providas sob o risco inerente da atividade empresarial, sejam continuamente revisadas pelos tribunais<sup>70</sup>.

Não só isso, também é de suma relevância estabelecer uma relação clara entre a BJR e os deveres fiduciários do administrador.

---

<sup>67</sup> ARSHT, Samuel. The Business Judgment Rule Revisited. *Hofstra Law Review*, Hempstead, v. 8, article 6, 1979. p. 94/96.

<sup>68</sup> *Ibid.*, p. 96.

<sup>69</sup> *Ibid.*, p. 99/100.

<sup>70</sup> *Ibid.*, p. 100.



### 3.2 Deveres fiduciários e a *Business Judgment Rule*

No âmbito do Direito Societário norte-americano, assim como no Brasil, os *fiduciary duties* (deveres fiduciários) são direcionados por duas categorias de princípios, o *duty of care* (dever de cuidado) e o *duty of loyalty* (dever de lealdade).

O *duty of care*, alcança todos os aspectos da conduta de um administrador, exigindo uma atuação cuidadosa e compatível com a de uma pessoa ordinariamente prudente que se encontre em circunstância similar. O *duty of loyalty*, por sua vez, pode ser entendido genericamente como o princípio que exige dos administradores uma atuação de boa-fé e de modo a não concorrer com a companhia de maneira desleal ou em conflito de interesses<sup>71</sup>.

Ambos são conceitos de definição ampla sem demasiada didática. A rigor, comuns são os julgados nos quais as condutas questionadas dos administradores são enquadradas sem especificidade.

A dificuldade percebida pelo direito norte-americano de identificar com exatidão qual o dever jurídico descumprido pelo administrador também constitui um obstáculo experimentado pelo direito brasileiro<sup>72</sup>.

Seja no sistema do *Common Law* ou no do *Civil Law*, a problemática instaurada com a não identificação específica de qual foi o dever inobservado impossibilita a correlação do caso concreto à hipótese descrita nos estatutos ou nas normas<sup>73</sup>.

O exercício de subsunção somente se torna possível quando a casuística se desenvolve a ponto de fixar os *standards* de conduta que são esperados do profissional. É a concretização da norma abstrata de conduta<sup>74</sup>.

A lógica de função preventiva da responsabilidade não se adequa perfeitamente à realidade corporativa. Por exemplo, a responsabilidade imposta por lei ao condutor de

---

<sup>71</sup> ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier H.; KHANNA, Vikramaditya. *Commentaries and Cases on the Law of business Organization*. 6th ed. New York: Wolters Kluwer, 2021. p. 229.

<sup>72</sup> ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 36, nova série, n. 109, p. 137-149, jan./mar. 1998. p. 139-140.

<sup>73</sup> AZARA, A.; EULA E. *Novissimo digesto italiano*. 3a ed. Torino: UTET, 1958. p. 598. *Apud* COMPARATO, Fábio Konder; CALIXTO, Salomão Filho. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2014. Edição do Kindle.

<sup>74</sup> *Ibid.*

automóveis certamente aumenta os níveis de cuidado e diminui a tolerância ao risco. Na seara dos acidentes de trânsito, tal resultado é igualmente esperado e desejável.

Sucedem que o mesmo não pode ser afirmado em relação à gestão empresarial. Diferentemente da lógica dos acidentes de trânsito, a aversão ao risco não é necessariamente ansiada (ou, ao menos, não deveria ser)<sup>75</sup>. Em tese, a imputação de responsabilidade ideal deveria ocasionar o aumento dos níveis de cuidado, sem diminuir o apetite de risco (o que certamente pode ser ajustado pela aplicação de critérios mais sofisticados como a BJR).

Na verdade, no processo de tomada de decisões, na hipótese de que a responsabilidade seja excessiva, os administradores acabam por internalizar o custo dessa responsabilidade, ao passo que, na hipótese de uma decisão acertada de negócio, serão beneficiados apenas com uma pequena fração do êxito. Ou seja, aumenta-se o cuidado e diminui-se o prêmio.

Nesse caso, compreender o *duty of care* como se regra de negligência fosse, na qual o agente que deixou de agir com acerto deve ser punido, por certo, desencoraja os administradores quanto à tomada de decisões arriscadas<sup>76</sup>.

O risco, contudo, conforme modernamente assimilado, é elemento fundamental para maximização de riquezas, sendo certo que, a criação de uma aversão à sua potencial assunção impactará sensivelmente o desenvolvimento dos próprios mercados.

Forte nestas premissas, a BJR se insere como um critério de maior sofisticação, já que a mera aplicação de regras de negligência (como a inobservância dos deveres fiduciários) é insuficiente para manter o estímulo a decisões arriscadas, como desejado em uma moderna economia de mercado.

É necessário, destarte, trazer à baila conceitos e ideias forjadas na legislação e na jurisprudência norte-americana para, na sequência do trabalho, discutir a aplicabilidade na realidade brasileira.

---

<sup>75</sup> ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier H.; KHANNA, Vikramaditya. *Commentaries and Cases on the Law of business Organization*. 6th ed. New York: Wolters Kluwer, 2021. p. 231.

<sup>76</sup> *Ibid.*, p. 231.

### 3.3 Dificuldades da positivação

No que se refere à positivação, é necessário assentar que não se encontra nos estatutos legislativos dos Estados Unidos uma definição legal específica acerca do conceito da BJR. Na verdade, por se tratar de matéria atinente à *Corporate Law*, está afeta à jurisdição estatal, de modo que cumpriria a cada um dos estados legislar sobre os seus fundamentos.

Para Franklin Balotti, a tentativa de codificação da BJR nunca se mostrou um caminho viável por duas relevantes razões<sup>77</sup>: A primeira delas diz respeito à tradição do *Common Law* de positivar apenas normas de natureza dispositiva, isto é, considerando que os estatutos das companhias podem expressamente afastar a aplicação de uma ou outra regra, entende-se que devem ser codificadas apenas aquelas que podem ser dispensadas.

Nesse caso, na hipótese de que a BJR fosse introduzida ao ordenamento posto, nasceria a pretensão dos acionistas em afastar a sua aplicação por meio dos estatutos da companhia, ou seja, paradoxalmente a prescrição da BJR em lei diminuiria a sua aplicabilidade<sup>78</sup>. Por outro lado, mantendo-se a BJR como regra jurisprudencial, ela permanece sujeita a aplicação exclusiva do Judiciário, garantindo que todos os profissionais possam ser beneficiados, independente das previsões estatutárias.

Já a segunda razão para a não positivação direta da BJR, na visão de Balotti, está atrelada à imprevisibilidade do seu campo de atuação. Isto é, diante da impossibilidade de se antever todos os casos em que a BJR possa vir a ser aplicada, qualquer tentativa legislativa de utilização específica estaria fadada ao insucesso.

A ausência de legislação específica, apesar disso, estimulou o trabalho doutrinário na construção dos fundamentos que alicerçam a BJR. As proposições mais relevantes e de aplicação nacional constam do *Model Business Corporation Act* (“MBCA”), cunhado pela *American Bar Association* para servir como fonte de inspiração a todas as legislações estaduais; e, ainda, pelo *Principles of Corporate Governance*, elaborado pelo *American Law Institute* como uma espécie de roteiro da governança corporativa norte-americana (“ALI Principles”).

---

<sup>77</sup> BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000. p. 56/57.

<sup>78</sup> Tal constatação é contraintuitiva, pois, nos ordenamentos romano-germânicos, a maioria dos dispositivos é cogente. Ocorre que, nos estatutos que versam sobre Direito Societário no Estados Unidos, em especial no de Delaware, as normas são dispositivas. Essa é a razão pela qual existe o elo entre positivação e norma dispositiva.

Especificamente entre 1980 e 1983, o comitê da *American Bar Association* envidou grande esforço na revisão do MBCA, momento no qual o diploma trouxe a sua primeira referência direta à BJR.

Conforme se infere dos comentários oficiais, os elementos da BJR e as circunstâncias que determinam a sua aplicação estariam continuamente sendo desenvolvidos pelas cortes de justiça, por essa razão o Comitê entendeu ser salutar que a regra justamente não fosse positivada<sup>79</sup>.

O MBCA descreve os elementos integrativos da BJR e os efeitos que decorrem de sua aplicação. Não se trata de uma definição propriamente dita, mas apenas de um direcionamento didático para a sua correta aplicação.

A menção direta à BJR se inicia no item destinado aos *standards of conduct*. Trata-se de uma espécie de roteiro de atuação do conselheiro, de forma que se o profissional respeitar suas diretrizes, não haverá que se falar em responsabilidade.

Os denominados “padrões de conduta” vêm sendo continuamente atualizados pelo MBCA. Inicialmente, constava apenas uma visão geral de todos os deveres de cada profissional. Mais recentemente, o diploma tratou de especificá-los, determinando o que se espera do conselheiro quanto à sua atuação individual e colegiada.

Contemplada na seção 8.30 do diploma, o MBCA indica o modo abrangente que todo administrador deve pautar a sua atuação, imbuído de boa-fé, razoabilidade e no melhor interesse da companhia. Há, ainda, outros os *duties* que devem ser respeitados no curso da atuação do profissional, sendo eles: o *duty of care*, *duty to be informed*, *duty of inquiry*, *duty of attention*, *duty of loyalty*, *duty of fair dealing* e, por fim, *fiduciary duty*.

Dispondo de forma mais específica, a seção 8.30 é subdividida em parte “A” e parte “B”, das quais a primeira parte diz respeito aos deveres de atuação do conselheiro no âmbito individual e a segunda parte acerca dos deveres no âmbito colegiado.

No decorrer de suas atualizações, o MBCA introduziu na seção 8.31 o que se convencionou chamar de *standards of liability*. Esta, por sua vez, contém uma seção especial que indica analiticamente o procedimento que deve ser adotado pela revisão judicial.

---

<sup>79</sup> *Model Business Corporate Act*, official comment section 8.30, 3rd ed. Supp. 1998/1999, item 8-164.

Trata-se de um guia de regras processuais e materiais que baliza quais as decisões negociais que são passíveis de serem desafiadas na hipótese de constatação da falta de boa-fé na respectiva conduta; falha na intenção de estar agindo em benefício da companhia; falta de objetividade e independência; desatenção; ocorrência de benefício financeiro impróprio ao administrador; e outras rupturas de *fiduciary duties*<sup>80</sup>.

Os padrões de responsabilidade não adotam o conceito de presunção de inocência do administrador, mas tão somente orientam que a sua responsabilização está condicionada à comprovação da má conduta do agente, isto é, depende que o demandante se desincumba do ônus de provar a falha na conduta do agente.

Em suma, o MBCA determina na seção 8.30 o padrão de conduta que deve orientar a atuação do administrador, ao passo que na seção 8.31, é instituída a proteção pela qual todo desvio de conduta do profissional deve ser comprovado pelo demandante para que somente então possa se falar em responsabilização.

Balotti, entretanto, chama a atenção para o debate que os assentos do MBCA fomentaram durante anos, especialmente acerca da possibilidade de as cortes se utilizem dos *standards of conduct* como uma espécie de *standard of liability*. Isso significa que no bojo do julgamento de um caso específico, as cortes possam se valer dos *duties* para identificar alguma conduta sinuosa do administrador e automaticamente entender responsabilizá-lo<sup>81</sup>.

Ocorre que o MBCA não previu os *standards of conduct* com essa intenção. Trata-se apenas de uma orientação para a atuação do conselheiro e não propriamente de uma lista de requisitos condicionadores à imputação de responsabilidade.

Já no *ALI Principles*, por sua vez, a BJR consta prevista na seção 4.01(a), disposição que versa especificamente sobre o *duty of care*.

Ainda que com previsão similar ao MBCA, o *ALI Principles* tem as suas particularidades. Para o ex-Chefe de Justiça da Suprema Corte de Delaware, E. Norman Veasey, o modelo proposto pelo *ALI Principles* se difere daquele previsto no MBCA, uma vez que sugere o fundamento de *rational belief* (crença racional), de que o administrador está agindo

---

<sup>80</sup> BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000. p. 12.

<sup>81</sup> *Ibid.*, p. 13.

em conformidade aos interesses da companhia, ao passo que o MBCA preconiza o chamado *reasonable belief* (crença razoável)<sup>82</sup>.

Para Veasey, o regramento de Delaware parece estar mais afinado ao disposto no *ALI Principles*, uma vez que o *reasonable belief* é espécie de padrão aspiracional de conduta, enquanto o *rational belief* versa sobre o teste objetivo que deve ser realizado em face da decisão negocial do agente<sup>83</sup>.

Essa posição, no entanto, não é unívoca. Existe o entendimento de que a Corte de Delaware não teria recepcionado a *rational basis* como elemento a ser analisado, visto que isso poderia confundir os julgadores, levando-os a analisar a própria decisão tomada pelo agente<sup>84</sup>.

Nesse caso, pode-se inferir que no âmbito do MBCA a BJR é recepcionada como uma presunção, enquanto pelo *ALI Principles* como regra aplicável apenas e tão somente se for reconhecido que o administrador preencheu todos os requisitos exigidos para atuação adequada ao padrão de conduta.

Outra diferença sensível da proposição constante do *ALI Principles* é a indicação específica de que a BJR somente poderá incidir na hipótese em que o administrador não se apresente como parte interessada no assunto objeto da decisão negocial, o que, *per se*, poderia suscitar questionamento acerca da aplicação da BJR nos casos nos quais se avalia a conduta do administrador que age em flagrante conflito de interesses.

Seja por um ou por outro diploma, é de se constatar uma vez mais que ambos, MBCA ou *ALI Principles*, consubstanciam subsídio útil ao desenvolvimento da BJR, todavia, nenhuma das respectivas previsões foi integralmente recepcionada pelos tribunais americanos, que seguem, cada qual, formatando a BJR com base nos casos concretos<sup>85</sup>.

---

<sup>82</sup> VEASEY, Norman E. *On Corporate Codification: A Historical Peek at the Model Business Corporate Act and the American Law Institute Principles Through the Delaware Lens, Law and Contemporary Problems*. Duke University School of Law, Durham, v. 74, p. 95-105, 2011. p. 6.

<sup>83</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>84</sup> BRANSON, Douglas M. The Rule that Isn't a Rule: The Business Judgment Rule. *University Law Review*, Valparaiso, v. 36, n. 3, 2002. p. 643.

<sup>85</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 150.

### 3.4 Elementos conceituais da regra

#### 3.4.1 *Informed decision* (decisão informada)

Como já adiantado no item anterior, na tentativa de encontrar meios de direcionar a atuação dos administradores, o princípio legal do *duty of care* constou na seção 4.01(a) do ALI *Principles* como um dever do administrador de agir de modo que razoavelmente acredita ser no melhor interesse da companhia e com o cuidado que ordinariamente uma pessoa prudente deveria ter, *in verbis*:

*Section 4.01(a) - A director or officer has a duty to the corporation to perform the director's or officer's functions in good faith, in a manner that he or she reasonably believes to be in the best interests of the corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances*<sup>86</sup>.

Na seção 4.01(c), ainda sobre a questão da informação do administrador, o diploma preceitua que<sup>87</sup>:

*A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:*  
*1 - is not interested [p. 1.23] in the subject of the business judgment;*  
*2 - is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and*  
*3 - rationally believes that the business judgment is in the best interests of the corporation*<sup>88</sup>.

No contexto da *duty of care*, um dos seus componentes de grande relevância para incidência da BJR envolve o cuidado no processo de tomada de decisão e a qualidade do ato. É o que se convencionou chamar de *care in making decision* (cuidado no processo decisório)<sup>89</sup>.

<sup>86</sup> Tradução livre: “Seção 4.01(a) – O administrador e diretor têm o dever perante a companhia de desempenhar as suas funções de boa-fé, de uma maneira que razoavelmente acredite ser no seu melhor interesse e com o cuidado que uma pessoa prudente poderia razoavelmente exercer em posição e circunstâncias semelhantes”.

<sup>87</sup> *Principles of Corporate Governance* - American Law Institute, section 4.01(c).

<sup>88</sup> Tradução livre: “Para cumprir com o dever previsto nesta seção, o administrador ou diretor que exercer decisão negocial de boa-fé deve: 1. Não ter interesse na matéria objeto da decisão negocial; 2. Estar informado acerca da decisão que será tomada, sendo que a extensão dessa informação deverá ser avaliada pelo próprio agente, na medida que acredite ser razoável e apropriado diante das circunstâncias do caso; 3. Racionalmente acreditar que a decisão negocial está sendo tomada no melhor interesse da companhia”.

<sup>89</sup> EINSENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate the Directors and Officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, 1989. p. 958.

O elemento procedimental da tomada de decisão negocial pelo administrador deve ter por premissa fundamental o cuidado razoável de estar agindo de maneira informada, enquanto o elemento substancial se refere à própria decisão em si.

No âmbito da BJR, apenas o aspecto procedimental do processo decisório será levado em consideração. Nesse caso, é preciso que o administrador considere todas as informações disponíveis antes da tomada de decisão<sup>90</sup>.

Em não sendo aplicável a BJR, o cuidado e a razoabilidade da decisão que foram tomados passarão a ganhar relevância na análise da conduta do agente, momento em que se verifica o fracionamento do *duty of care* no processo decisório e do cuidado na própria substância da decisão<sup>91</sup>.

A mensuração do *reasonable care* (cuidado razoável), que demanda a informação do agente antes da condução do ato social, varia de estado para estado. Alguns estados americanos propõem a utilização do teste de negligência para identificação do cumprimento do dever, assim, estarão protegidos pela BJR desde que não se verifique negligência grave (*gross negligence*).

Nesses casos, observa-se uma espécie de redução do nível de diligência esperado dos administradores do *reasonable care* para o *rational care* (cuidado racional)<sup>92</sup>.

Essa, no entanto, não parece ser a aplicação mais moderna do *duty of care*. Apesar do dever de cuidado ter origem em estudos da responsabilidade civil (*Tort Law*), ao longo do tempo, no âmbito do direito das sociedades, as cortes dissociaram a doutrina da negligência dos *fiduciary duties*.

Com efeito, o que se denomina *reasonable care* deve ser sopesado de acordo com a escala de importância da decisão, o tempo hábil para o seu exercício, o custo envolvido na transação e a confiança que os administradores podem ter nas orientações e pareceres recebidos<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> HANSEN, Charles. The Duty of Care, the Business Judgement Rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 48, n. 4, p.1355-1376, 1993. p. 1356.

<sup>91</sup> GEVURTZ, Franklin. *Corporation Law*. West Group: St. Paul, 2000. p. 286.

<sup>92</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 78.

<sup>93</sup> EISENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate the Directors and Officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, 1989. p. 958. BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000.



Em outras palavras, o processo decisório deverá ser cuidadoso, levando em consideração todos os elementos que estavam disponíveis ao administrador no momento da sua atuação, inclusive a extensão das informações que ele dispunha ou poderia dispor.

Tal constatação, entretanto, é uma evolução da ideia de BJR. Isto porque, o critério da informação nem sempre foi considerado relevante pelas cortes norte-americanas. Os dois elementos da boa-fé e da crença honesta de estar agindo no interesse da companhia apareciam em quase todos os julgamentos que suscitavam a BJR nas cortes de Delaware, mas o fato de a decisão ser ou não informada não era uma análise muito frequente<sup>94</sup>.

Em decorrência de uma maior inclinação à necessidade de que fosse mantido razoável nível informacional, nos comentários da seção 8.30(b) da revisão de 2016 do MBCA, seguiu-se no sentido de que, no contexto da tomada de decisão, é dever do administrador obter familiaridade suficiente a respeito dos fatos e circunstâncias para estar apto a fazer um julgamento informado.

Esse processo normalmente envolve a revisão de materiais e atenção ou participação nas deliberações que levaram a uma votação, no entanto, inexistente uma fórmula para “ficar informado”, e tanto o método quanto a medida - “como” e “quanto” - são questões de julgamento razoável que devem ser avaliadas pelo próprio administrador<sup>95</sup>.

Assim, a necessidade de se avaliar qual o grau informacional necessário para a atuação do agente é, *per se*, uma decisão que também tem cunho negocial e pode ser protegida pela BJR<sup>96</sup>. O nível de informação necessário à tomada de decisão deverá ser aquele que o administrador entende como o necessário, de acordo com as circunstâncias do caso<sup>97</sup>.

Isso não quer dizer que a BJR justifique uma (re)análise subjetiva da interpretação do administrador perante a informação que lhe havia sido disponibilizada. Os elementos subjetivos que formaram sua convicção não são passíveis de revisão.

---

<sup>94</sup> JOHNSON, Lyman. The Modest Business Judgment Rule. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 55, n. 2, p.625-652, 2000. p. 640.

<sup>95</sup> *Model Business Corporate Act*, 2016 revision, official comment section 8.30(b).

<sup>96</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de SA: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 200.

<sup>97</sup> EINSENBURG, Melvin. The Divergence of Standards of Conduct. *Fordham Law Review*, New York, v. 62, n. 3, p. 437-468, 1993. p. 441.

Cite-se, a propósito, o julgamento do caso *Smith vs. Van Gorkom*<sup>98</sup>. Em decisão não unânime e veementemente criticada<sup>99</sup>, foi reconhecida a responsabilidade civil dos conselheiros por terem aprovado o preço das ações para a fusão da companhia, que havia sido previamente negociado pelo chairman da *Trans Union, Jerome Van Gorkom*.

Nos bastidores muito se comentou que essa proposta foi negociada pelo presidente da companhia durante o intervalo de um espetáculo de teatro e que a reunião do conselho administrativo, que supostamente validou a negociação, teve duração de apenas duas horas.

O tribunal reconheceu que a atuação do conselho de administração negligenciou gravemente ao proceder a uma decisão açodada. O prejuízo apurado decorreria da diferença entre o preço de ações estabelecido para a fusão e aquele que, em tese, poderia ter sido negociado se as tratativas tivessem se alongado por um período maior.

No julgamento, até chegou a ser reconhecido que a decisão aprovada pelo conselho não foi o produto de um julgamento informado, uma vez que não contou com todas as informações que poderiam ser razoavelmente obtidas. Ocorre que, o critério de negligência grave (*gross negligence*) foi sobreposto à ideia de decisão informada, tendo sido os administradores responsabilizados por conduta negligente, e não por violar dever de diligência, o que gerou grande clamor.

Em outras palavras, segundo se firmou no julgamento, bastando que a atuação dos administradores não tivesse sido em conflito de interesses e nela pudesse ser identificada a boa-fé, não se mostrava relevante avaliar o critério da informação<sup>100</sup>.

Ato contínuo, para que o precedente não repreendesse inadvertidamente a atuação de outros administradores, a legislação de Delaware foi atualizada com a adoção da Seção 102(b)(7) do *Delaware General Corporate Law*, pela qual são permitidas disposições estatutárias que limitem a responsabilidade dos conselheiros (se não restarem comprovadas quaisquer faltas mais graves, como conflito de interesse, violação à boa-fé ou fraude à lei).

---

<sup>98</sup> *Smith vs. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985).

<sup>99</sup> FISCHER, Daniel. The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. *The Business Lawyer*, v. 40, n. 4, p. 1.437-1.455, 1985. p. 1.448.

<sup>100</sup> DEMETRA, Arsalidou. The Impact of Modern Influences on the Traditional Duties of Care, Skill and Diligence of Company Directors. Kluwer Law International: The Netherlands, 2001. p. 163.

A herança, então, de *Smith vs. Van Gorkom* é contrária ao precedente, ou seja, prestigia-se a decisão informada em respeito à BJR. Assim, se a decisão é informada, não importa a forma, o tempo e o lugar em que as tratativas forem entabuladas (inclusive em espetáculos de teatro).

No caso *Aronson vs. Lewis*<sup>101</sup>, o dever de atuação informada do administrador pareceu ser diferenciado da necessidade de atuação em observância ao dever de cuidado. Estranhamente, contudo, apesar do dever à informação aparentar ser considerado como um pressuposto da incidência da BJR, a violação única a este dever não foi considerada um critério suficiente para a responsabilização do agente<sup>102</sup>.

Quinze anos depois, entretanto, no julgamento do caso *Citron vs. Fairchild Camera Instrument Corp.*<sup>103</sup> a corte de Delaware esclareceu que o elemento da informação é frequentemente equiparado ao dever de cuidado, de modo que além de condição à aplicação da BJR, deveria ser como critério hábil a imputar responsabilidade ao administrador.

Em outras palavras, no curso do processo decisório, para fins da aplicação da BJR, deve-se identificar que a decisão negocial foi devidamente informada e refletida pelo administrador.

A evolução jurisprudencial representa, portanto, a separação entre o procedimento cuidadoso do processo decisório e a substância da decisão em si, que não será analisada na hipótese que o procedimento tenha sido respeitado.

### **3.4.2 *Good Faith e Honest Believe* (boa-fé e crença honesta)**

O segundo pressuposto para a aplicação da BJR é a boa-fé, que deriva da crença honesta do administrador de estar atuando em prol dos interesses da companhia.

Aliado à disposição da seção 4.01(a) do *American Law Institute's Principles of Corporate Governance* referida no tópico anterior, a necessidade de atuação com observância da boa-fé também consta do *Model Business Corporate Act*, na seção 8.31(a)(2)(i),

---

<sup>101</sup> *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d at 812 (Del. 1984).

<sup>102</sup> JOHNSON, Lyman. The Modest Business Judgment Rule. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 55, n. 625, p. 625-652, 2000. p. 642.

<sup>103</sup> *Citron vs. Fairchild Camera Instrument Corp.* 569 A.2d 53, 64 (Del. 1989).

recepcionada pelo diploma como a seção que versa justamente sobre os principais elementos da BJR. *In verbis*:

*Section 8.31(a)(2): The challenged conduct consisted or was the result of:*  
*(i) action not in good faith; or*  
*(ii) a decision*  
*(A) which the director did not reasonably believe to be in the best interests of the corporation, or*  
*(B) as to which the director was not informed to an extent the director reasonably believed appropriate in the circumstances. (B) as to which the director was not informed to an extent the director reasonably believed appropriate in the circumstances*<sup>104</sup>.

Do modo pelo qual os elementos constam dispostos, se a conduta do administrador vier a ser questionada em razão da ausência de informação ou da crença honesta de estar agindo no melhor interesse da companhia, estará caracteriza a violação à boa-fé<sup>105</sup>.

Nesse caso, é de suma importância compreender se a violação da boa-fé atrelada à BJR é de cunho subjetivo ou objetivo. Sob o viés subjetivo, deve-se analisar a intenção do agente em prol dos interesses da companhia, em especial diante das informações que amealhou no processo de tomada de decisão estratégica; já do ponto de vista objetivo, a relevância é deslocada para o atendimento de um certo padrão de conduta esperado para o administrador em situações similares.

O primeiro nível de análise é voltado para o próprio administrador, na suposição de estar agindo de boa fé e na intenção de obter resultado positivo em sua atuação. Por exemplo, se o administrador age em contradição a uma informação prévia que era de seu conhecimento, há violação à boa-fé subjetiva.

O segundo nível se concentra especificamente no conceito da ideia de razoabilidade, uma vez que, embora um administrador tenha liberdade para coletar informações e chegar a determinadas conclusões, se a sua crença é razoável (ou seja, se poderia fazer com que uma pessoa em posição semelhante agisse de forma similar, levando-se em consideração o

---

<sup>104</sup> Tradução livre: “Seção 8.31(a)(2): a conduta sob análise consistiu ou foi o resultado de: (i) ação não imbuída de boa-fé; ou (ii) decisão que (A) o administrador não acreditava ser no melhor interesse da companhia ou (B) sobre a qual o administrador não estava devidamente informado, à luz das circunstâncias do caso.”.

<sup>105</sup> *Model Business Corporate Act*, 2016 revision, official comment section 8.31(a)(2)(i).

conhecimento e a experiência desse profissional), em última análise, haverá um juízo de caráter objetivo<sup>106</sup>.

Para Judith Martins-Costa, não há dúvidas de que quando a regra norte-americana versa sobre decisões de boa-fé, ela se refere à atuação enquanto estado de fato do agente, atinente à boa-fé subjetiva<sup>107</sup>.

A intenção do administrador acerca da tomada de decisão é, pois, o pressuposto basilar para a aplicação da BJR, sem a qual, a proteção do agente sequer pode ser verificada.

Relativamente acerca das decisões que devem ser tomadas segundo a boa-fé, como espécie de *standard* comportamental, essas dizem respeito à boa-fé objetiva. Nesses casos, avaliando-se o padrão de conduta que é esperado do administrador em uma atuação similar à de outro profissional colocado sob as mesmas circunstâncias, faz-se necessário avaliar os critérios que objetivamente foram levados em consideração pelo agente, inclusive, a suficiência de informação que estava municiado no momento da decisão negocial, requisitos que tem vinculação direta ao *duty of care*.

A boa-fé objetiva, portanto, confunde-se com o dever de diligência, passível de ser submetida aos testes de aptidão da conduta, e não propriamente da boa-fé subjetiva, exigida como pressuposto de aplicação da BJR.

No julgamento do caso *Walt Disney Co.*<sup>108</sup>, essa diferenciação entre boa-fé subjetiva e objetiva ganhou destaque perante as Cortes de Delaware. O contexto fático do julgamento residia na avaliação da conduta do conselho de administração da *The Walt Disney Company*, que firmou acordo de rescisão no valor de 130 milhões de dólares com administrador que prestou serviços à companhia por pouco mais de um ano.

A atuação dos administradores foi questionada pelos acionistas tanto no que se refere ao êxito na contratação do profissional, que não atuou como se esperava na posição de presidente da companhia, quanto na inclusão de multa milionária na hipótese de rescisão antecipada do seu vínculo com a companhia (o que, de fato, veio a ocorrer).

---

<sup>106</sup> *Model Business Corporate Act*, 2016 revision, official comment section 8.30(a).

<sup>107</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 332/333.

<sup>108</sup> *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (Del Ch 2003).

Ao apreciar a questão, a corte de Delaware entendeu por bem não responsabilizar os administradores, mantendo a proteção da BJR e consignando que os administradores não atuaram de má-fé e cumpriram com o seu dever de diligência.

Para fundamentar o argumento específico da boa-fé subjetiva, a Corte definiu o conceito de *bad-faith* como critério apto a identificar quando a conduta do administrador não cumpre o requisito da boa intenção do agente, textual:

*Upon long and careful consideration, I am of the opinion that the concept of intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one's responsibilities, is an appropriate (although not the only) standard for determining whether fiduciaries have acted in good faith. Deliberate indifference and inaction in the face of a duty to act is, in my mind, conduct that is clearly disloyal to the corporation. It is the epitome of faithless conduct.*<sup>109</sup>

Nesse sentido, a ausência de boa-fé deve ser constatada quando o administrador age: (i) com a intenção de descumprir o seu dever e prejudicar a companhia; (ii) com consciência acerca do objetivo de prejudicar; e (iii) indiferente acerca do resultado<sup>110</sup>.

A definição de má-fé proposta no julgamento, além de confirmar a diferença entre o critério subjetivo e objetivo da boa-fé, provocou reflexão da doutrina acerca da aplicação da boa-fé e a sua interseção com o *duty of care*.

A conduta diligente poderá se sobrepor à conduta evitada de boa-fé sob a perspectiva psicológica do agente, no entanto, do ponto de vista legal, a justiça de Delaware e parte da doutrina americana entendem que esses deveres devem se manter distintos entre si<sup>111</sup>.

Isso porque, o dever de diligência e lealdade servem como bases de responsabilidade, ao passo que o dever da atuação revestida de boa-fé subjetiva é espécie de

---

<sup>109</sup> Tradução livre: “após uma longa e cuidadosa avaliação, sou da opinião que o conceito do abandono intencional do dever de diligência, de forma completa e consciente, é um padrão apropriado (embora não o único) para determinar se os deveres fiduciários estão imbuídos de boa-fé. A indiferença deliberada ou a inação, a meu ver, são condutas claramente desleais à companhia. É o epítome da conduta infiel.”

<sup>110</sup> Por exemplo, em um contexto de venda de controle acionário, o administrador trabalha simplesmente para alcançar os gatilhos de uma cláusula de *earn out* em benefício do vendedor (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese. Doutorado em Direito Comercial – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 190).

<sup>111</sup> SPAMANN, Holger. *Corporation*. 2nd ed. Charleston: Colophon, 2018. p. 142.

condição para a própria aplicação da BJR, sem o qual a decisão do administrador deve ser passível de revisão judicial<sup>112</sup>.

Inclusive, na já mencionada Seção 102(b)(7) do *Delaware General Corporate Law*, foi concedido às companhias inserir em seus estatutos a isenção dos administradores quanto a responsabilidade por danos financeiros em caso de quebra do dever de diligência. No entanto, essa há exceção em caso de inobservância do dever de agir de boa-fé. Não se admite a previsão estatutária de atenuação ou isenção da responsabilidade para administradores que violam a boa-fé subjetivamente.

De forma análoga, na Seção 145(a)(b) do *Delaware Indemnification Statute*, há regra específica que excepciona a violação da boa-fé, quando se estabelece em estatuto a possibilidade de indenização ou reembolso a administradores acusados de quebra do dever de diligência. Isto é, o administrador poderá ser indenizado e reembolsado acerca dos litígios que envolvam a sua atuação enquanto administrador da companhia, especialmente quando responsabilizados por violação ao *duty of care*, contudo, essa indenização não é cabível quando se constatar a ausência da boa-fé.

Em ambos os diplomas legislativos, excluir a responsabilidade nos atos eivados de má-fé é automaticamente uma violação ao próprio dever de diligência, o que não deve ser protegido pelas companhias seja no âmbito da responsabilização ou da reparação de *indemnity*<sup>113</sup>.

De outro lado, é possível se inferir que a atuação imbuída de má-fé, *per se*, não implica responsabilidade direta ao agente. Nesses casos, deverá se abster de aplicar o escudo de proteção da BJR, a fim de que a decisão comercial seja reavaliada pelos tribunais e, somente então, verificada a hipótese de responsabilização.

Infere-se, pois, mais uma vez, que a boa-fé que se tem como objeto de discussão nesse caso é a de vertente subjetiva, pressuposto para a aplicação da regra, sem a qual não se pode desculpar os atos de gestão dos administradores.

Assim, no caso *Disney*, por entender a Corte de Delaware que os administradores agiram de boa-fé (sob a perspectiva subjetiva), quando aprovaram e elegeram o presidente da

---

<sup>112</sup> EISENBERG, Melvin A. The Duty of Good Faith in Corporate Law. *Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, v. 31, n. 1-76, 2006. p. 29/30.

<sup>113</sup> SPAMANN, Holger. *Corporation*. 2nd ed. Charleston: Colophon, 2018. p. 142.

companhia, aplicaram aos administradores a proteção da BJR, sob a presunção de correção de suas condutas.

Esse entendimento não se confunde com aquele examinado no julgamento do caso *Stone vs. Ritter*<sup>114</sup>, por meio do qual parte da doutrina passou a se posicionar no sentido de que a boa-fé estaria adstrita ao *duty of loyalty*, tendo se difundido o entendimento de que boa-fé é corolário da lealdade<sup>115</sup>.

E isso porque, tratando-se de dever de lealdade à companhia, tem-se como premissa a avaliação de padrão de conduta do agente, aquele atinente à boa-fé objetiva.

Nessa hipótese, a boa-fé pela qual parte da doutrina defende estar atrelada ao dever de lealdade é diferente daquela retratada como pressuposto fundamental de aplicação da BJR. A primeira é de ordem objetiva e a segunda de ordem subjetiva.

A boa-fé vinculada ao dever de lealdade atua no contexto da BJR como espécie de critério de exclusão que, conforme será adiante analisado com maior profundidade, pode ter implicações diferentes. Em se tratado de uma atuação interessada por parte do administrador, a regra da BJR por vezes cede lugar a doutrina da *entire fairness*.

Bem é verdade, no entanto, que essa discussão entre uma e outra conotação da boa-fé pode se tornar menos latente quando retirada da academia e aplicada na prática. Afinal, o teste de verificação do padrão de conduta no contexto empresarial é realizado de forma una, sem grande especificidade.

### **3.5 *Business Judgment Rule* na doutrina norte-americana**

Tradicionalmente, grande parte da doutrina norte-americana recepcionou a BJR como um conceito detentor de dois elementos estruturais diferentes, aquele denominado elemento processual (*procedural*) e o elemento substantivo (*substantive*)<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> *Stone vs. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006): Trata-se de demanda ajuizada por acionistas do Banco AmSouth em face dos administradores por falha no dever de monitoramento dos funcionários que acabaram sendo condenados em multas de 50 milhões de dólares por operar dois esquemas de Ponzi dentro da instituição financeira.

<sup>115</sup> BERGER, Renato. As ações derivadas nos Estados Unidos. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 261.

<sup>116</sup> *McMullin vs. Beran*, 765 A.2d 910, 916-17 (Del. 2000).



O elemento processual estabelece a presunção de que os atos do administrador são sempre revestidos de informação, boa-fé e genuína crença de que sua decisão foi tomada no melhor interesse da companhia. Já o elemento substantivo, refere-se à substância da decisão, elemento que não deve ser levado em consideração no âmbito da BJR, prevenindo que a reavaliação judicial do mérito da decisão tomada, protegendo-a de ser desafiada pelo Poder Judiciário.

Essa diferença no sistema dos *cases law* descortina-se importante porque ainda que o demandante consiga comprovar a ruptura de algum dos deveres básicos do administrador, isso não quer dizer que haverá responsabilização do profissional.

A prova da violação de um dever resulta na perda do elemento processual, mas não propriamente na responsabilização imediata do profissional (*liability*). Com a ruptura da barreira do elemento processual, a responsabilidade do administrador passará a ser avaliada de acordo com os padrões tradicionais de cada respectivo dever, isto é, alheia ao cenário da BJR.

Em outras palavras, a BJR tem por objetivo principal tanto a proteção dos próprios administradores quanto da sindicância do mérito das decisões por eles tomadas. Este é o entendimento sufragado por Franklin A. Gevurtz<sup>117</sup>:

*Courts should not second-guess good-faith decisions made by independent and disinterested directors. Put differently, the business judgment rule means that courts will not decide (or allow a jury to decide) whether the decisions of corporate boards are either substantively reasonable by the 'reasonable prudent person' test or sufficiently well informed by the same test.*<sup>118</sup>

Naturalmente, havendo dois elementos de proteção, afere-se que a regra pode ser invocada sob dois diferentes contextos, a saber: nos casos específicos de justificativa do negócio, aqueles em que a responsabilidade pessoal do administrador será avaliada (*personal liability cases*) e nos casos em que irá se perquirir o mérito das decisões, reavaliando-as (*transactional justification cases*)<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> GEVURTZ, Franklin A. The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion. *Southern California Law Review*, Los Angeles, v. 67, n. 287, 1993-1994. p. 289/290.

<sup>118</sup> Tradução livre: “os tribunais não devem reavaliar decisões tomadas de boa-fé, por administradores independentes. Em outras palavras, a regra de julgamento das decisões negociais significa que os tribunais não irão decidir (ou permitir que um júri decida) se as decisões dos conselhos de administração são substancialmente razoáveis e informadas, segundo o teste do “homem médio honesto e probo.”.

<sup>119</sup> BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000. p. 2.

Na primeira situação de aplicação da BJR, na hipótese dos *personal liability cases*, a regra jurisprudencial protege o conselheiro de arcar pessoalmente com os danos financeiros que foram sofridos pelos acionistas em consequência de uma decisão negocial não exitosa<sup>120</sup>.

Na segunda situação de incidência, protegendo o mérito da decisão, a BJR acaba por resguardar o resultado de um negócio jurídico entabulado, evitando que ele possa vir a ser invalidado com a reforma da decisão tomada. Nessa hipótese, emerge a necessidade de proteger a integridade das decisões negociais e a segurança jurídica, e isso porque determinar a ineficácia de uma decisão tomada pelo administrador pode vir a causar consequências demasiadamente dispendiosas à companhia e igualmente ao próprio mercado.

A despeito de serem apenas contextos de aplicação diversos de uma mesma regra, durante algum tempo, a distinção entre *personal liability cases* e *transactional justification cases* gerou uma diferença terminológica da BJR. A regra que sustentava os *transactional justification cases* era denominada *business judgment doctrine*, ao passo que a *business judgment rule* era designada tão somente aos casos de responsabilização pessoal do conselheiro.

A diferença entre os conceitos foi efetivamente reconhecida, pois um mesmo tribunal poderia manter a decisão tomada pelo conselheiro com todos os seus efeitos, mas entender ser cabível a responsabilização do profissional e vice-versa.

Considerando, no entanto, que os fundamentos da *business judgment doctrine* e da *business judgment rule* atinente à responsabilidade eram iguais, a referida distinção terminológica logo caiu em desuso e todos os casos passaram a ser analisados genericamente pela *business judgment rule*, de forma indistinta.

### **3.6 *Business Judgment Rule* nas Cortes de Justiça norte-americanas**

Especificamente no âmbito de aplicação do elemento processual da BJR, nos casos em que se avalia o processo decisório do administrador, em sede dos *personal liability cases*, desenvolveram-se majoritariamente nos tribunais americanos três espécies diferentes de aplicação da regra: o modelo pioneiro da *abstention doctrine* (doutrina de abstenção), o modelo

---

<sup>120</sup> BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000. p. 2.

do *standard of liability* (padrão de responsabilização) e o da *immunity doctrine* (doutrina de imunidade).

### 3.6.1 *Abstention doctrine (doutrina de abstenção)*

Nos primórdios dos anos 80, foram submetidas à apreciação dos tribunais norte-americanos diversas demandas que tinham por objeto a responsabilização dos administradores. Este fenômeno se verificou principalmente ante a sensível expansão das companhias e o consequente aumento das operações de fusões entre elas.

Defensor da tradicional doutrina de abstenção, Stephen M. Bainbridge esclareceu que o método de aplicação da BJR deveria ser *ex ante*, isto é, que o conceito deveria ser recepcionado de plano, independentemente do cumprimento de qualquer requisito, podendo ser cancelado se posteriormente viesse a se comprovar quaisquer falhas na conduta do administrador<sup>121</sup>.

Nesse caso, a aplicação da BJR se impõe de forma automática e sua retirada somente é possível quando a presunção de boa conduta do conselheiro seja rompida (ocorrência de fraude, ilegalidade, omissão, *self-dealing* e etc).

Há quem sustente, nesta hipótese, que seria mais acertado denominar as desqualificadoras da BJR como *nullifying conditions* (condições nulificantes) ao invés de *preconditions* (pré-requisitos)<sup>122</sup>.

A abstenção de julgar o mérito da decisão tomada no âmbito da companhia contempla a suspensão de determinada apreciação, no entanto, mantém aberta a possibilidade de intervenção do Estado nas circunstâncias apropriadas, quando verificadas as condições nulificantes.

É dizer: se adotada a doutrina de abstenção, a BJR será aplicada prontamente e somente quando verificada sua ruptura, por meio da presença de alguma das condições nulificantes, o tribunal será instado a julgar a demanda, com o objetivo de avaliar a responsabilidade civil do profissional (totalmente desvinculado da BJR).

---

<sup>121</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004. p. 87.

<sup>122</sup> MCMILLAN, Lori. *The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine*. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 525.

Pretende-se com esta teoria que os tribunais deixem de analisar a qualidade da decisão tomada pelo conselheiro e passem a escrutinar se o processo decisório por ele percorrido estava ou não imbuído de interesses escusos.

Trata-se de uma avaliação mais objetiva, na qual a BJR tem a função de barreira profilática que faz com que os tribunais resistam à reavaliação imediata dos méritos da decisão, abstando-se de procurar as violações de conduta dos conselheiros, passando a concentrar esforços na investigação de atos que satisfaçam algum *standard* de conduta que justifique a abstenção judicial.

Nessa hipótese, faz-se uma análise apenas dos fatos para determinar se o *iter* decisório foi contaminado por alguma conduta trasviada.

Segundo doutrina de Bainbridge, a primazia do conselheiro, especialmente no que diz respeito à tensão entre sua autoridade perante a companhia e seu dever de prestação de contas aos acionistas, deve ser quesito de importância ímpar no âmbito da análise da BJR<sup>123</sup>.

Sob essa linha de raciocínio, a autoridade não pode ser confundida com consenso. O professor e economista Kenneth Joseph Arrow desenvolveu reconhecido paradigma que distingue os dois conceitos de forma deveras consistente.

De acordo com a lição de Arrow, o sistema de consenso funciona quando os tomadores de decisão são alimentados com as mesmas informações e possuem interesses similares uns aos outros; ao contrário, o sistema de autoridade tem mais eficácia quando as informações providas são assimétricas e os interesses esparsos<sup>124</sup>.

Trazendo como exemplo a *American Partnership Law*, Arrow esclarece que o processo de construção de decisão de uma companhia, na qual um núcleo de poder central consolida as informações relevantes e detém o poder para a tomada dessas decisões que serão de aplicação mandatória a toda a estrutura, determina o que se chama de autoridade.

Nesse passo, é fácil compreender como estruturas societárias menores, tal como as *holdings* familiares, comumente geridas pelos sócios familiares, têm eficiência no seu

---

<sup>123</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004. p. 107/109.

<sup>124</sup> ARROW, Kenneth J. *The Limits of Organizations*. New York: Norton & Company press, 1974.

resultado, enquanto nas companhias de maior porte seria impensável atribuir o poder de decidir aos seus diversos acionistas.

Nas grandes empresas haveria, tal como enunciado por Arrow, uma completa assimetria das informações fornecidas a um e outros acionistas, bem como seria possível verificar uma pulverização de interesses distintos. Nesse caso, a decisão com base no sistema de autoridade é, sem dúvida, a melhor opção.

Sob a estabelecida premissa de que o conselho deve ser detentor de autoridade para o exercício da gestão da companhia, necessário compreender em que medida essa autoridade pode lesar o dever de prestação de contas dos administradores aos acionistas.

No âmbito de tal contexto, a BJR constitui um ponto de conexão relevante. Como pondera Bainbridge, apesar da íntima relação existente entre a responsabilidade civil e o encorajamento dos profissionais a serem mais cuidadosos, o sistema identificou que a integridade da autoridade e a eficácia das decisões dos administradores poderiam perder valor caso fossem rotineiramente submetidas ao controle judicial<sup>125</sup>.

Em senso convergente, para Arrow, a fonte da autoridade é sustentada justamente pela capacidade de poder na tomada de decisão, ao afirmar que<sup>126</sup>:

*[Accountability mechanisms] must be capable of correcting errors but should not be such as to destroy the genuine values of authority. Clearly, a sufficiently strict and continuous organ of [accountability] can easily amount to a denial of authority. If every decision of A is to be reviewed by B, then all we have really is a shift in the locus of authority from A to B and hence no solution to the original problem. As a result, the board cannot be made more accountable without shifting some of its decision-making authority to shareholders or judges<sup>127</sup>.*

---

<sup>125</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004. p. 107/109.

<sup>126</sup> ARROW, Kenneth J. *The Limits of Organizations*. New York: Norton & Company press, 1974. p. 108.

<sup>127</sup> Tradução livre: “[mecanismos de responsabilização] os mecanismos de responsabilização devem ser capazes de corrigir erros, mas não devem destruir os valores genuínos da autoridade. Claramente, um órgão suficientemente estrito e de atuação contínua na avaliação da responsabilidade pode facilmente se tornar uma negativa de autoridade dos agentes. Se toda decisão A for revisada pela decisão B, então tudo o que se tem é uma mudança no *locus* de autoridade de A para B, o que não confere uma solução efetiva ao problema original. Como resultado, o conselho não poderia ser demasiadamente onerado com a responsabilidade, sem que parte da autoridade na tomada de decisão fosse transferida para os próprios acionistas ou juízes.”.

Não se trata da atribuição de uma autoridade sem restrições, mas de um equilíbrio entre poder de decisão e necessidade de sua fiscalização, de modo que o controle e supervisionamento dos administradores nunca afete a sua autoridade no processo decisório.

Analisando a questão de modo inverso, a BJR tem sua aplicação justificada porque a revisão das decisões do conselheiro pelo Poder Judiciário ameaça a integridade da sua autoridade perante a companhia. Nessa hipótese, a revisão das decisões pode ser meio de controle redundante dos tribunais, desde que esta sistemática não retire do administrador a primazia de ser o detentor do poder de decisão (*decision maker*).

Por analogia, Arrow embasa o seu entendimento comparando conceitos de engenharia, no qual, se um sistema mecânico tem alguma probabilidade de falhar e essa falha possa vir a causar ônus financeiro, deve-se desenvolver algum método de redundância para que o controle evite os danos<sup>128</sup>. No caso do processo decisório do administrador, esta mesma teoria pode ser perfeitamente aplicável.

Tomando-se por premissa que o sistema das leis empresariais é eficiente, as perdas toleradas pela abstenção jurisdicional no procedimento de revisão das decisões tomadas pelos administradores serão superadas pelos benefícios que esta conduta pode trazer, tais como o encorajamento dos profissionais à assunção de risco e a diminuição dos erros de julgamento.

A título exemplificativo, o caso *Shlensky vs. Wrigley* é referência quanto à aplicação da *abstention doctrine*. A demanda foi ajuizada por acionistas minoritários contra o conselheiro Philip Wrigley, que se recusou a instalar luzes no estádio Wrigley Field para que o time de baseball da casa, o Chicago Cubs, pudesse jogar durante a noite. A iluminação, em tese, aumentaria a arrecadação do time com a venda de ingressos para jogos noturnos, especialmente em dias úteis<sup>129</sup>.

A Corte de Illinois, entretanto, optou por não reanalisar a decisão tomada por Wrigley, consignando o entendimento de que o processo decisório adotado pelo profissional não foi comprovadamente ilegal e que o administrador detém autoridade para a tomada de decisões gerenciais, não sendo permitida qualquer interferência jurisdicional. Tenha-se presente, a propósito, a seguinte passagem da respectiva:

---

<sup>128</sup> ARROW, Kenneth J., *op. cit.*, p. 110.

<sup>129</sup> *Shlensky vs. Wrigley*, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E.2d 776 (1968).

[...] *in a purely business corporation [...] the authority of the directors in the conduct of the business of the corporation must be regarded as absolute when they act within the law, and the court is without authority to substitute its judgment for that of the directors.*<sup>130</sup>

Na visão de Bainbridge, a decisão do administrador Philip Wrigley provavelmente estava errada, mas isso não deveria gerar qualquer responsabilidade. Nas palavras de Bainbridge – “*so what?* - , é irreal acreditar que as decisões operacionais dos conselheiros serão sempre corretas<sup>131</sup>. Para a doutrina da abstenção, é mais prejudicial retirar a autoridade do administrador com a reformulação do mérito da decisão do que absorver o dano por ela causado e manter a independência do profissional na condução dos negócios.

Nesse sentido, questionar se o administrador tomou a decisão com razoável cuidado (*reasonable care*) se torna irrelevante. Salieta Bainbridge que o controle judicial da conduta deve existir apenas quando exista conflito de interesses, má-fé, abuso de poder ou quando se verifica grave negligência no processo decisório.

Assim, em raciocínio inverso, a BJR deve ser aplicada quando demonstrado que os administradores empregaram um processo racional para a tomada de decisão e consideraram todo o material informativo disponível para tanto.

A doutrina de abstenção, entretanto, encontra resistência da Suprema Corte de Delaware. No julgamento do caso *Brehm vs. Eisner*<sup>132</sup>, determinou-se que a doutrina de abstenção fosse aplicada apenas como critério de exceção à usual BJR.

Aos olhos do tribunal, sustentar que o judiciário deve se abster do seu dever jurisdicional é concepção perigosa que indiretamente pode equiparar o poder de decisão do administrador ao poder de controle do Estado. Sob tal perspectiva, não seria possível sustentar sem reservas a ideia de que o conselheiro de uma sociedade privada está à salvo do controle do Estado.

---

<sup>130</sup> Tradução livre: “[...] em uma sociedade empresária pura... a autoridade dos administradores na condução dos negócios da companhia deve ser considerada absoluta quando a sua atuação se der nos limites da lei e os tribunais não têm autoridade para substituir essa decisão.”.

<sup>131</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004. p. 130.

<sup>132</sup> *Brehm vs. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 (Del. 2000).

### 3.6.2 *Standard of liability (padrão de responsabilização)*

No final dos anos 80, paulatinamente, a aplicação da BJR sob a óptica mais liberal da doutrina de abstenção perdeu espaço e cedeu lugar ao que se convencionou chamar de *standard of liability* (ou *standard of review*), que representa o teste realizado pelos tribunais para aferição da responsabilidade na conduta do administrador.

A regra do padrão de responsabilização determina que a BJR somente seria elegível para aplicação após um exame de determinadas precondições. No contexto desta orientação, o demandante tem o ônus de provar algumas condições inerentes a decisão tomada pelo administrador tais como fraude, ilegalidades diversas, conflito de interesses ou outros fatores ensejadores de responsabilidade pessoal.

Caso o demandante não se desincumba desse ônus probatório, a BJR será aplicada para proteger o administrador<sup>133</sup>. Na hipótese de que o demandante prove a ruptura de alguns dos deveres fundamentais do administrador, o ônus da prova passa a ser do próprio demandado, devendo ele demonstrar que a sua decisão foi justa e acertada, o que ensejaria a aplicação da BJR para proteger a sua conduta na esfera do controle judicial.

Isto é, a proteção exercida pela BJR somente se verifica quando o demandante não obtém êxito na demonstração da violação aos deveres de cuidado do administrador. Em outras palavras, agir com falta de cuidado (*duty of care*) é suficiente para a responsabilização do agente, desinteressando qualquer incidência da BJR.

Bainbridge é um ferrenho crítico da aplicação da BJR via *standard of liability*, pois acredita que esta tese acaba por colocar “o carro na frente dos bois,” quando obriga que os tribunais primeiro analisem a má conduta do conselheiro e somente se não estiverem presentes quaisquer ilegalidades contrárias ao padrão de conduta estabelecido em lei, aplicam a BJR<sup>134</sup>.

Em sua visão, nesta situação, a autoridade na tomada de decisão deixa de ser atribuída aos conselheiros e passa a ser atribuída aos próprios juízes da causa, uma vez que a revisão das decisões deixa de ser exceção e passa a ser um padrão de conduta.

---

<sup>133</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 525.

<sup>134</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004. p. 94.



Além disso, a revisão de uma decisão negocial deveria ser exceção no ambiente dos tribunais, no entanto, aplicando-se a referida teoria do *modus operandi* sempre haverá, ainda que de modo limitado, o controle prévio da decisão gerencial tomada pelo conselheiro para verificação das violações, o que pode ser, de certa forma, ineficiente ao próprio judiciário<sup>135</sup>.

Bem é verdade que a doutrina do *standard of liability* e a *abstention doctrine* possuem efeitos práticos muito similares, uma vez que, em ambas, existe a presunção de correção na conduta do administrador, até que a sua violação seja demonstrada<sup>136</sup>.

Lori Mcmillan, por sua vez, entende que a doutrina da *standard of liability* pode ser demasiadamente inflexível, pois eleva gravemente o padrão de responsabilização do profissional, por vezes transformando uma decisão negligente de menor potencial ofensivo em uma decisão de negligência grave, sem qualquer proporcionalidade<sup>137</sup>.

Como exemplo da aplicação da doutrina de padrão de responsabilidade, tem-se o caso *Cede & Co. vs. Technicolor*, de 1995<sup>138</sup>.

No respectivo julgado, o conselho de administração da companhia *Technicolor* aprovou sua incorporação a uma subsidiária do grupo *MacAndrews and Forbes Group Inc.* e com a operação societária os acionistas da *Technicolor* receberam 23 dólares por ação. A companhia *Plaintiff Cinerama Inc.*, que detinha 4,4% da participação societária da *Technicolor*, entretanto, não concordou com a incorporação aprovada e ajuizou demanda com a finalidade de reavaliar o valor acionário que deveria ter sido recebido pelos acionistas.

Em paralelo, a *Plaintiff Cinerama Inc.* também ajuizou ação para ressarcimento dos danos causados pela violação do dever de cuidado incorrida pelo conselho ao aprovar a referida incorporação.

---

<sup>135</sup> Em Delaware, são julgados pela Corte de Chancelaria as demandas propostas que tenham por objetivo principal a obtenção de liminares, ordens judiciais de fazer ou não fazer, multas compensatórias ou mesmo a prisão, desde que como meio de sanção por desrespeito a uma ordem judicial. Atualmente, a maioria desses litígios envolve questões societárias, *trusts*, fiduciárias, imobiliárias e litígios envolvendo contratos em geral. As demandas são apreciadas por um juiz togado, sem a presença de júri, o que prevê a interposição de diversos recursos para revisão da decisão prolatada (SOARES, Guido Fernando Silva. *Common Law: introdução ao Direito dos EUA*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. p. 36-37).

<sup>136</sup> SCARLETT, Ann. A Better approach for balancing authority and accountability in shareholder derivative litigation. Saint Louis University School of Law. *Legal Studies Research Paper Series*, Saint Louis, n. 15, 2008. p. 70/72.

<sup>137</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 525.

<sup>138</sup> *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

O tribunal do Estado de Delaware encontrou evidências de violação dos deveres fiduciários dos administradores, no entanto, concluiu que o querelante não cumpriu com o ônus da prova, decidindo a favor dos réus.

A Suprema Corte de Delaware, entretanto, entendeu que a instância inferior se equivocou ao impor ao demandante o ônus de provar a falha no dever de diligência, para fins de afastar a aplicação da BJR.

No entendimento da corte, o demandante não precisa demonstrar o prejuízo para refutar a presunção de cuidado do julgamento empresarial, uma vez que a violação ao dever de cuidado, sem qualquer exigência da prova de dano, seria suficiente para refutar a aplicação da BJR.

Sendo assim, a suprema Corte entendeu que a atuação dos administradores da Technicolor falhou com o dever de diligência, razão pela qual não deveria estar protegida pela BJR, tendo sido determinado o prosseguimento do processo para apuração da responsabilidade.

### **3.6.3 Immunity doctrine (doutrina de imunidade)**

Por fim, a corrente defendida por Lori Mcmillan, e a de maior aplicação nos Estados Unidos<sup>139</sup>, procura aprimorar as duas versões mais difundidas da BJR, atribuindo uma barreira mais ampla de proteção aos administradores e de forma intrínseca ao próprio sistema, com o objetivo de blindar o profissional de modo mais efetivo<sup>140</sup>.

Tal como a imunidade concedida aos juízes no exercício de sua atividade jurisdicional, a *immunity doctrine* prevê a atribuição de liberdade aos conselheiros para que eles tomem suas decisões negociais de forma independente, especialmente quando se tratar de questões controversas ou arriscadas.

Consiste, na verdade, no encorajamento do profissional para que ele escolha o caminho mais benéfico para a companhia, com o conforto de que na hipótese de que caso a decisão não seja bem-sucedida não lhe será atribuída responsabilidade pessoal pelo dano.

---

<sup>139</sup> KLEIN, William; COFFEE Jr., John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010. p. 157.

<sup>140</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 574.

A garantia de que o exercício de sua função não demanda um desempenho exímio e sem qualquer tipo de equívoco ou queda de resultado. Evita-se, assim, demasiada aversão ao risco, permitindo-se um ambiente mais seguro para majoração eficiente de riqueza.

Para esta doutrina, o administrador não será responsabilizado pelos prejuízos que não lhe possam ser diretamente imputados. A sua atuação é consagrada como uma obrigação de meio e não de resultado.

Como assevera Mcmillan, os remédios disponíveis que visam à correção de erros individualmente cometidos pelos administradores são diferentes da responsabilização pessoal na seara profissional<sup>141</sup>.

Primeiramente, um conselho de administração é composto por vários membros, o que, por si só, impossibilitaria que apenas um dos profissionais prejudique fatalmente a companhia. Outro argumento relevante é o de que todos os conselheiros podem ser retirados de seus respectivos cargos de forma simples. Isso significa que os profissionais que não tenham visão convergente com a dos acionistas podem ser rapidamente substituídos.

Além deste aspecto, existem outras medidas judiciais cíveis e criminais capazes de punir eventuais abusos perpetrados pelos conselheiros, de sorte que a responsabilização por decisões malsucedidas não deve ser critério de avaliação.

Os profissionais devem ser protegidos quando no desempenho de seu cargo nenhuma das ilegalidades civis tenha sido cometida. O simples crivo negocial não deve conduzir ninguém a ter a sua posição desafiada pelo judiciário, tampouco imputada qualquer responsabilidade em caso de insucesso.

O encorajamento dos conselheiros a uma atuação discricionária, sem qualquer influência dos acionistas, apresenta-se como caminho necessário à eficiência da gestão empresarial. Noutros termos, quanto maior a discricionariedade requerida ao exercício do cargo, maior deve ser a proteção conferida ao profissional, e essa proteção não está ligada aos agentes propriamente ditos, mas à segurança da integridade do cargo por eles desempenhado<sup>142</sup>.

---

<sup>141</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 525.

<sup>142</sup> *Ibid.*, p. 566.

Ainda na seara da necessidade de proteção aos conselheiros, Mcmillan assevera que as *corporations* se tornaram figuras essenciais à economia moderna e a atribuição de personalidade jurídica fictícia a esses atores concedeu a possibilidade de que terceiros pensassem e agissem em nome dessas entidades.

Nesta essa linha de raciocínio, o administrador não poderá temer a responsabilidade pessoal na condução de suas decisões, visto que, afinal, será a própria empresa quem sofrerá as consequências diretas do seu acanhamento e indiretamente até mesmo a economia<sup>143</sup>.

Com efeito, a posição a que foi concedida ao conselheiro no sistema societário requer uma proteção diferenciada, análoga à posição de representação do Poder Judiciário exercida pelo juiz.

Procedimentalmente, a aplicação da BJR como uma imunidade exige que o acusado demonstre fazer jus a tal privilégio, i.e. que estava desempenhando função de gestão dentro da companhia, sem qualquer fraude, conflitos de interesses ou má-fé. Caso o administrador logre demonstrar sua adequação, a BJR é aplicada como barreira de proteção e a ação judicial por certo não será exitosa.

Na hipótese de que o administrador não consiga comprovar o enquadramento de sua conduta à *business decision*, a demanda deverá continuar para que o autor comprove suas alegações deduzidas contra o administrador.

Apenas para fins de comparação, na hipótese da doutrina de abstenção, o demandante deverá comprovar de plano que o administrador não faz jus a aplicação da BJR.

Entretanto, na visão de Mcmillan, a aplicação da BJR depende do que convencionou chamar de análise funcional, que não implica a avaliação de todo o processo decisório, mas apenas do enquadramento do profissional ao conceito, à luz do *checklist* de condições desqualificadoras, que se aproximam muito da doutrina do *standard of liability*<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 567.

<sup>144</sup> *Ibid.*, p. 570.

Para exemplificar o raciocínio, a citada autora discorre sobre a imunidade dos juízes que, quando demandados, devem provar nos autos fatos demonstrativos de que estavam agindo nos limites do poder de sua função, razão pela qual gozam da referida imunidade<sup>145</sup>.

A despeito da dedicação da doutrina em especificar as vertentes de aplicação da BJR, analisando-se os precedentes, raras são as vezes nas quais é possível determinar de maneira categórica qual doutrina foi aplicada pelo tribunal.

Bem é verdade que, independentemente de uma ou outra, existe um procedimento adequado para a tomada de decisão e a imunidade (ou abstenção) somente será aplicada se todas essas etapas forem respeitadas, o que inclui a suficiente informação do administrador sobre o caso, a atuação em boa-fé e orientada para os interesses da companhia<sup>146</sup>.

Também é possível inferir das decisões que impedem o prosseguimento da ação com a aplicação da BJR, que os tribunais não relegam apenas ao autor o ônus de apresentar os desvios da conduta do agente. Existe sempre a elaboração fundamentada de defesa por parte do administrador, de modo a justificar o processo de tomada da sua decisão.

Sendo assim, é possível identificar que as premissas elementares da doutrina de abstenção, acerca da não sindicância da análise do mérito das decisões negociais, estão presentes nos julgamentos dos casos, no entanto, de forma atenuada, sem permitir que a BJR não seja alçada ao patamar que inviabilize a análise da própria observância do dever de cuidado.

Há, ainda, orientações no sentido da doutrina de padrão de responsabilidade, que exige do administrador a prova de que agiu de acordo com os seus deveres, mas a necessidade de prova se mostra mais intensificada em relação ao demandante do que do demandado.

E, por fim, também se extrai das decisões a condução da BJR como imunidade, exigindo do demandado que demonstre a sua adequação à regra, antes de se examinar o caso.

Infere-se, portanto, que, de forma complementar entre si, as construções doutrinárias estão todas presentes na aplicação da BJR, especialmente a *standard of liability* e a *immunity doctrine*.

---

<sup>145</sup> MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013. p. 573.

<sup>146</sup> KLEIN, William; COFFEE Jr, John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010. p. 157.



#### 4 **BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO**

Estabelecidos os principais aspectos da incidência da BJR nos Estados Unidos, na imediata sequência, será analisado como a regra vem sendo recepcionada pelo direito brasileiro.

Na verdade, na medida em que os administradores brasileiros passaram a ser responsabilizados pelos infortúnios do negócio, e não propriamente pela correção do processo decisório adotado, ganhou relevo a aplicação da BJR.

O estabelecimento de um sistema de revisão recorrente das decisões tomadas pelos administradores trouxe ineficiência no âmbito das sociedades.

Acrescente-se a este importante aspecto a proliferação de textos legais que aumentaram a exposição dos administradores, com é o caso da Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492/86), a Lei de Crimes contra a Ordem Tributária e Econômica (Lei n. 8.137/90), o Código de Defesa do Consumidor (Lei n. 8.078/90), Lei de Crimes Ambientais (Lei n. 9.605/98), bem como a Lei de Lavagem de Dinheiro (Lei n. 9.613/98)<sup>147</sup>.

Nesse contexto, seria de todo prudente e recomendável a aplicação irrestrita da BJR, como desde há muito vem sendo realizada nos Estados Unidos. Ocorre que, a embrionária doutrina brasileira sobre o assunto parece ainda estar dividida quanto à recepção da regra pelo ordenamento e a jurisprudência ainda busca uma unidade para sua aplicação.

Na esfera acadêmica, de um lado, afirma-se que o conceito seria aplicável *cum granus salis*, pois a regra oriunda dos tribunais norte-americanos foi desenvolvida sob a premissa do *Common Law*, fator que, de certo modo, poderia inviabilizar, ou ao menos dificultar sua importação aos casos brasileiros. Por outro lado, há também considerável parcela da doutrina nacional que acredita que o conceito já se encontra incorporado na Lei das S/A, outros afirmam que a regra estaria prevista na disposição do artigo 159, §6<sup>o</sup><sup>148</sup>, de modo que

---

<sup>147</sup> VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2, p. 210.

<sup>148</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Regra de julgamento de negócios (“Business Judgment Rule”)*. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013; PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e Business Judgment Rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51–74, mar. 2015; e SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

são oportunas ulteriores reflexões para aproximar o intérprete brasileiro da regra já prevista no ordenamento.

Desde logo, é preciso ter presente que parece ser demasiadamente sintética a conclusão de que seria inviável a aplicação da BJR pelos tribunais pátrios pelo simples fato de ter sido criada no âmbito da experiência jurídica norte-americana, sob ingerências oriundas da técnica jurídica anglo-saxã. Até porque, o estudo que se pauta por apontar a inviabilidade na transferência de instituto do *Common Law* para a sistemática do *Civil Law* não revela significativa importância científica.

Com efeito, independentemente das diferenças ontológicas que separam o direito ocidental codificado do *Common Law*, a verdade é que situações análogas reclamam idênticas respostas no plano jurídico.

Assim, a nosso ver, inclusive, quando se propõe a incorporação da BJR no Brasil, tem-se que o fazer de forma completa. Nesse passo, o argumento sobre os fundamentos de origem poderia ser relativizado.

Mais do que isso, aprioristicamente, a responsabilidade civil não parece ser instituto com virtudes distintas no mundo ocidental, independentemente da tradição jurídica, o que também deixa de ser um impeditivo para a utilização do conceito.

Não obstante, entendemos que, o artigo 159, §6º da Lei das S/A, conforme adiante será pormenorizado, não incorpora na essência a aplicação proposta pela jurisprudência norte-americana.

Nesse sentido, parece mais acertada a posição de que a BJR não foi recepcionada pelo direito brasileiro em apenas um dispositivo específico da lei societária, e sim que a regra é uma criação que gravita entre o regime de responsabilidade e os deveres dos administradores de companhias, mostrando-se compatível com todo o sistema cunhado pelo legislador brasileiro<sup>149/150</sup>.

A tríade da boa-fé, diligência e lealdade que sustenta a BJR americana é aferível por meio da análise sistemática do Capítulo XII, Seção IV da Lei das S/A, na qual consta o

---

<sup>149</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 177.

<sup>150</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2. p. 487.



dever dos administradores de atuarem por meio de decisões diligentes, no interesse da companhia e de boa-fé.

É pacífico, entretanto, que os fundamentos da regra vêm sendo utilizados como meio de impedir que o mérito das decisões negociais dos administradores seja sindicado, quando não restar comprovada a falha procedimental na conduta do agente.

No que diz respeito à sua aplicação, conceitualmente, a BJR vem sendo contemplada de forma positiva, notadamente pela CVM.

Com referência expressa à BJR, deve-se ter presente o voto proferido sob relatoria do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa proferido em processo administrativo sancionador (PAS), que destacou a consequência negativa da intervenção estatal na administração das companhias, especificamente no que concerne à retração da atuação dos administradores diante do temor de revisão e responsabilização posterior pelos atos gerenciais. Pela sua relevância, vale transcrever o seguinte excerto do aludido voto:

Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgement rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão *ex post* pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) decisão informada; (ii) decisão refletida; e (iii) decisão desinteressada [...] <sup>151</sup>.

O mesmo entendimento, também com referência expressa à BJR, é encontrado na jurisprudência do TCU. Especificamente no que se refere ao encorajamento dos administradores quanto a assunção de riscos visando à melhor gestão da companhia, foi assentado no Acórdão n. 1555/2017<sup>152</sup>, sob relatoria do ministro Benjamin Zymler, que a

---

<sup>151</sup> CVM – PAS 1443/2005, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10/05/2006.

<sup>152</sup> TCU – Acórdão n. 1555/2017, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 19/07/2017.

atuação do tribunal não deve substituir a administração na atividade de gestão, tampouco indicar qual deveria ter sido a melhor decisão a ser tomada em determinado momento, *in verbis*:

[...] não pode o TCU substituir a Administração na atividade de promover gestão pública, de modo a dizer previamente qual é a melhor alternativa que o gestor público deve adotar. O Tribunal não é órgão consultivo da Administração Pública, cabendo ao gestor efetuar o juízo acerca da solução que melhor atenda ao interesse público, para, então, decidir sobre sua forma de ação.

A questão elucidada pela CVM acerca da reavaliação da decisão negocial se dar em momento posterior, na verdade, na maioria dos casos após o decurso de um longo período, também se mostra problemática para o TCU.

Segundo constou do acórdão sob relatoria do ministro Vital do Rêgo<sup>153</sup>, a revisão da decisão negocial deve ser realizada de acordo com as alternativas que se apresentavam ao gestor à época da sua conduta, e não *ex post facto*, a depender do resultado obtido, que era sempre incerto.

Tratando-se, entretanto, da aplicação prática da regra, quando confrontada com o caso sob julgamento, conforme se verá adiante, ainda se mostra significativa a divergência de aplicação conferida em âmbito administrativo e judicial.

Nesse sentido, o presente estudo pretende contribuir com a otimização do desenvolvimento empresarial nacional, encontrando a justa medida entre a coibição de abusos da posição de autoridade do administrador e a sua discricionariedade no curso da gestão empresarial.

#### **4.1 Aspecto material**

Em busca dos fundamentos para o emprego da BJR pelo direito brasileiro, identificou-se que a primeira barreira a ser transposta diz respeito às decisões sob as quais pode ser lançado o manto de proteção da regra.

---

<sup>153</sup> TCU – Acórdão n. 7275/2022, Rel. Min. Vital do Rêgo, j. 11/10/2022.

Tratando-se de BJR, que tem por elemento nuclear a proteção dos agentes no âmbito da tomada de decisão empresarial, na qual o risco é inerente, a compreensão da extensão do conceito se apresenta como espécie de critério limitador à sua própria aplicação.

A teor do artigo 158 da Lei das S/A, o administrador não será pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de *ato de regular gestão*.

A delimitação acerca do conceito de *decisão negocial* contido na regra americana pode ser inferida da parte final do aludido dispositivo, que se refere ao *ato de regular gestão*.

O legislador pátrio, ao que tudo indica, confere grande margem de discricionariedade ao administrador para tomada de decisões fundadas nas suas próprias convicções, sem, contudo, delimitar quais destes atos seriam recepcionados como atos gerenciais e quais outros estariam excluídos desse gênero, apenas deduzindo que não seriam passíveis de responsabilização aqueles caracterizados como de *regular gestão*.

A opção por um conceito genérico é justificável, uma vez que, está em consonância com a amplitude de funções atribuídas aos administradores<sup>154</sup>. O norte interpretativo para a definição dos atos regulares encontra-se não apenas na atuação em conformidade à lei e ao estatuto, mas também naqueles atos que visem o desenvolvimento do objeto social ou tenha o “[...] *enfoque finalístico do interesse social*”<sup>155</sup>.

Todavia, para fins de aplicação da BJR, parece não ser suficiente que o ato tenha sido regular sob a óptica de satisfação do objetivo social da companhia. É necessário que a conduta tenha fundamento em decisão especificamente negocial (*business*).

Nos Estados Unidos, não se tem notícias de um conceito bem determinado para *decisão negocial*<sup>156</sup>. A doutrina norte-americana entende por negocial a decisão que não se enquadre como uma ordem de direito propriamente dita, oriunda de lei.

---

<sup>154</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 50.

<sup>155</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 20, abr./jun. 1981. p. 875.

<sup>156</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 193.

O predicado necessário para a aplicação da regra de julgamento de negócios é que a decisão dos diretores advinha de um juízo de negócios e não de uma decisão que apenas interpreta e aplica um estatuto social:

*The business judgment rule also requires that the judgment be about business. The question whether a contract violates the law (for example, by precluding directors from meeting statutory and fiduciary obligations) 'is a question of law' that 'does not fall into the realm of business judgment' and cannot be definitively determined by the informed, good faith judgment of the board'. 'As the name implies, a necessary predicate for the application of the business judgment rule is that the directors' decision be that of a business judgment and not a decision [...] which construes and applies a statute and a corporate bylaw.<sup>157/158</sup>*

A orientação da CVM parece caminhar no mesmo sentido. A título exemplificativo, desde 2005, o escopo de aplicação da BJR foi reduzido para àquelas então denominadas *decisões negociais*, o que acabou sendo ratificado em julgamento no ano de 2006, em cujo voto condutor a matéria foi pormenorizadamente analisada.

O mesmo entendimento sobreveio novamente no julgamento em 2009 e, mais recentemente, a questão foi reanalisada em 2016.

Inicialmente, por ocasião do julgamento de um caso, para o diretor Eli Loria a regra de *decisão negocial* integra a discricionariedade do administrador e indica que suas decisões não devem ser questionadas exceto em caso de má-fé, erro ou ato ilícito, devendo ser discutido apenas se houve descumprimento dos deveres legais e estatutários impostos durante o processo decisório<sup>159</sup>.

Infere-se que, para a aplicação da BJR, o referido voto considerou como negociais apenas as decisões discricionárias, passíveis de avaliação somente na hipótese de descumprimento de lei ou estatuto.

<sup>157</sup> BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*. 6th ed. New York: Aspen Publishers, 2009. v. 33. p. 92.

<sup>158</sup> Tradução livre: “a BJR também exige que a tomada de decisão seja sobre matéria negocial. A questão se um contrato viola a lei (por exemplo impedindo administradores de cumprir com suas obrigações estatutárias e fiduciárias) é uma matéria atinente à lei, que não se enquadraria no domínio do julgamento de negócios e não deve ser avaliada por meio dos requisitos da informação e boa-fé dos administradores. Como o próprio nome indica, o predicado necessário para a aplicação da regra de negócios é que a decisão dos administradores aprecie matéria negocial e não... acerca da interpretação ou aplicação das regras do estatuto”.

<sup>159</sup> CVM - PAS 08/05, Rel. Eli Loria, j. 12/12/2007, p. 28.

Perquirindo análise detida sobre a matéria, o diretor Otavio Yazbek subscreveu voto que trouxe à lume as vertentes do dever de diligência, que atualmente estão corroboradas por duas facetas distintas, uma de cunho negocial, sujeita ao teste da BJR e outra de cunho fiscalizatório, passível apenas de uma análise de razoabilidade e adequação. Nesse sentido, por exemplo, o dever de construir controles internos adequados e eficientes para a companhia não deveria se confundir com a tomada de decisões protegidas pela BJR<sup>160</sup>.

Não se trata, pois, de negar a aplicação do racional da BJR pelo direito brasileiro, mas apenas de delimitar o campo de aplicação da regra protetiva, uma vez que, decisões atinentes a procedimentos internos provém do dever de vigilância e do dever de investigar contemplado no artigo 153 da Lei das S/A e que não se confunde com a vertente da decisão informada, desinteressada e de boa-fé passível de aplicação da BJR<sup>161</sup>.

Sob a mesma linha de raciocínio, a diretora Luciana Pires Dias, mais uma vez, constatou expressamente que a regra de decisão negocial deve ser pautada pela premissa de que tenha sido praticada uma decisão efetivamente negocial, o que exclui as decisões relacionadas a questões organizacionais ou quanto ao mero cumprimento de obrigações impostas por lei ou estatuto<sup>162</sup>.

Mais recentemente, o diretor Gustavo Gonzalez consignou o entendimento de que a BJR é um dos mais importantes padrões de revisão adotados para verificar o cumprimento dos deveres fiduciários, contudo, nem toda decisão tomada pelos administradores deve ser considerada negocial, categoria essa que abrange apenas as decisões tomadas na condução dos negócios da companhia<sup>163</sup>.

O relator ponderou que adquirir ou alienar determinado ativo, investir ou não no desenvolvimento de um novo produto, definir o *mix* adequado entre capital próprio ou de terceiros, contratar ou demitir funcionários, constituem exemplificadamente, decisões para as quais não existe uma resposta ótima.

Assim, com arrimo na doutrina estrangeira, a mencionada autarquia asseverou que deve ser respeitada a discricionariedade dos administradores e garantido um ambiente propício

---

<sup>160</sup> CVM – PAS 24/2006, Rel. Otavio Yazbek, j. 18/02/2013, p. 10.

<sup>161</sup> CVM – PAS 24/2006, Rel. Otavio Yazbek, j. 18/02/2013, p. 10.

<sup>162</sup> CVM – PAS 09/2009, Rel. Luciana Pires Dias, j. 21/07/2015, p. 52.

<sup>163</sup> CVM – PAS 7190/2016, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/2019, p. 7.

à assunção de riscos e tomada de decisões ousadas, inovadoras e criativas sem receio de serem responsabilizados no caso de insucesso<sup>164</sup>.

Nesse sentido, decisões que estejam relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto, não devem ser concebidas como decisões negociais, uma vez que não haveria, nessas hipóteses, margem para qualquer discricionariedade por parte do agente.

Esta orientação, inclusive, parece estar em linha com os pilares fundamentais da responsabilidade civil do administrador.

Isso porque, tomando-se como premissa que o inciso II do artigo 158 da Lei das S/A impõe a responsabilização objetiva do administrador ou a inversão do ônus da prova ao administrador que age em desacordo com a lei ou estatuto social, em qualquer dessas hipóteses, conclui-se não haver investigação do elemento subjetivo na conduta daquele agente.

Por via de consequência, sem o exercício de decisão que imprima qualquer grau de subjetividade, faz-se desnecessária a aplicação da BJR, afinal, tratar-se-á apenas de uma simples interpretação da regra e da adequação do administrador ao mandamento legal.

Assim sendo, inexistente campo para a aplicação da regra quando o administrador estiver no exercício profissional de gestão, a teor do que determina a lei ou o estatuto.

No âmbito das empresas públicas e sociedades de economia mista, caminha no mesmo sentido o artigo 90 da LRE quando dispõe que a fiscalização pelos órgãos de controle não deve interferir indevidamente nas *decisões de gestão das estatais*, limitando o trabalho de fiscalização à análise da oportunidade e conveniência adotada pelo administrador no momento da tomada de decisão.

A despeito da previsão específica da LRE, em completo alinhamento com a Lei das S/A e com a orientação que vem sendo adotada pela CVM, causa certa estranheza a efetiva utilização da regra no julgamento dos casos de direito público.

---

<sup>164</sup> CVM – PAS 7190/2016, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/2019, p. 7.

Primeiro porque, como elemento basilar, tratando-se de decisões eminentemente negociais, essas não deveriam estar sendo avaliadas sobre o crivo do direito administrativo, mas, sim, sob a óptica da Lei das S/A.

Além disso, considerando o requisito da discricionariedade como elemento fundamental à qualificação de uma *decisão negocial*, também parece ser reduzido seu campo de aplicabilidade perante temas de ordem pública. Afinal, a autonomia inerente à gestão das estatais, que participam do regime concorrencial de direito privado, não é sentida na condução das atividades pelos agentes.

Segundo o preciso alvitre de Celso Antônio Bandeira de Melo, o liame que vincula a administração pública à lei é mais estrito que o travado entre a lei e o comportamento dos particulares. Enquanto na atividade privada pode-se fazer tudo o que não é proibido, na atividade administrativa, só se pode fazer o que é permitido por lei<sup>165</sup>.

Nesse passo, a relação de subsunção do agente público aos ditames da lei tem ligação embrionária, cuja limitação da liberdade é mais ampla, ao passo que a atuação do agente privado se norteia apenas pela relação de não contradição com a norma.

De toda maneira, nas fronteiras da dicção legal, pode vicejar a liberdade administrativa<sup>166</sup>. Até porque, seria materialmente impossível que a lei previsse todas as situações perante a realidade multifacetada da vida, por isso a necessidade de flexibilizar a ação administrativa, instrumentando-a para obtenção de resultados legalmente desejados e conferindo certa liberdade no mandamento *in concreto* da atuação dos agentes<sup>167</sup>.

Nesses casos, portanto, ainda que com o espectro reduzidíssimo, até seria possível defender a aplicação da regra da BJR, de forma que o mérito das decisões tomadas pelos agentes não fosse reavaliado pela corte de contas quando ausentes indícios de prova quanto ao desvio da conduta.

Sendo assim, para que se possa formar alguma espécie de convicção acerca das decisões que são reputadas como de ordem negocial, entendermos oportuna uma incursão nos julgados da CVM, autarquia que detém maior recorrência na aplicação da BJR, para identificar

---

<sup>165</sup> MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 29. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 976.

<sup>166</sup> *Ibid.*, p. 977.

<sup>167</sup> *Ibid.*, p. 984.

em quais matérias a regra foi aplicada e em quais foi desprezada, dentro do período de 2004 e 2022.

Por meio da análise de várias decisões prolatadas pela autarquia, mas sem a intenção de esgotar o tema, pode-se identificar certa recorrência nas matérias e estabilidade no entendimento formulado pelos diretores.

No que se refere às decisões atinentes ao aumento ou redução de capital das companhias<sup>168/169/170/171</sup>, realização ou não de investimentos (inclusive quando contrariam *red flags* apontados por especialistas)<sup>172/173/174/175/176/177</sup>, realização ou não de operações diversas, incluídas operações de crédito ou mesmo de incorporação de outras companhias<sup>178/179/180/181/182</sup>, graduação da tomada de risco pela companhia<sup>183</sup>, mensuração da tarifa a ser cobrada pela companhia<sup>184</sup>, concessão de empréstimos<sup>185</sup>, convocação de assembleias<sup>186</sup>, pagamentos de dividendos obrigatórios<sup>187</sup> e divulgação de informações sensíveis<sup>188</sup>, a teor dos julgados da CVM, entende-se ser passível do teste da BJR.

Já no que diz respeito às falhas verificadas nos controles internos das companhias<sup>189/190/191</sup>, divulgação ou não de fatos relevantes<sup>192/193/194</sup>, monitoramento de

---

<sup>168</sup> CVM – PAS 3098/2004, Rel. Wladimir Castelo Branco, j. 25/01/2005.

<sup>169</sup> CVM – PAS 1443/2005, Rel. Pedro Marcílio de Sousa, j. 10/05/2006.

<sup>170</sup> CVM – PAS 2610/2009, Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 28/09/2010.

<sup>171</sup> CVM – PAS 5392/2004, Rel. Pedro Marcílio de Sousa, j. 29/08/2008.

<sup>172</sup> CVM – PAS 09/2003, Rel. Wladimir Castelo Branco, j. 25/01/2006.

<sup>173</sup> CVM – PAS 97/2005, Rel. Maria Helena Santana, j. 15/03/2007.

<sup>174</sup> CVM – PAS 21/2004, Rel. Pedro Marcílio de Sousa, j. 15/05/2007.

<sup>175</sup> CVM – PAS 11/2002, Rel. Luciana Pires Dias, j. 26/02/2013.

<sup>176</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Henrique Machado, j. 03/10/2020.

<sup>177</sup> CVM – PAS 05/2016, Rel. Henrique Machado, j. 03/11/2020.

<sup>178</sup> CVM – PAS 9574/2008, Rel. Ana Dolores Novaes, j. 27/11/2012.

<sup>179</sup> CVM – PAS 11073/2011, Rel. Pablo Rentería, j. 15/12/2015.

<sup>180</sup> CVM – PAS 08/2005, Rel. Eli Loria, j. 12/12/2007.

<sup>181</sup> CVM – PAS 25/2003, Rel. Eli Loria, j. 25/03/2008.

<sup>182</sup> CVM – PAS 8542/2006, Rel. Pedro Marcílio de Souza, j. 29/08/2006.

<sup>183</sup> CVM – PAS 18/2008, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14/12/2010.

<sup>184</sup> CVM – PAS 14/2005, Rel. Eli Loria, j. 5/05/2009.

<sup>185</sup> CVM – PAS 02/2008, Rel. Roberto Tadeu, j. 05/03/2013.

<sup>186</sup> CVM – PAS 09/2006, Rel. Ana Dolores Novaes, j. 05/03/2013.

<sup>187</sup> CVM – PAS 03/2002, Rel. Norma Jossen Parente, j. 12/02/2014.

<sup>188</sup> CVM – PAS 11703/2013, Rel. Gustavo Tavares Borba, j. 31/02/2018.

<sup>189</sup> CVM – PAS 24/2006, Rel. Otavio Yazbek, j. 18/02/2013.

<sup>190</sup> CVM – PAS 19/2005, Rel. Eliseu Martins, Declaração de Voto Otavio Yazbek, j. 15/12/2009.

<sup>191</sup> CVM – PAS 18/2008, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14/12/2010.

<sup>192</sup> CVM – PAS 09/2009, Rel. Luciana Pires Dias, j. 21/07/2015.

<sup>193</sup> CVM – PAS 6517/2014, Rel. Henrique Machado, j. 25/06/2019.

<sup>194</sup> CVM – PAS 7190/2016, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/2019.



contratos<sup>195</sup> ou apuração de irregularidades nas demonstrações contábeis<sup>196</sup>, a CVM consignou entendimento de que essas não são decisões essencialmente negociais, apenas deveres institucionais ou mero cumprimento de obrigações impostas pela lei ou pelo estatuto e, por esta razão, não devem ser protegidas pela BJR.

Infere-se, pois, a consagração da autonomia de gestão apenas às matérias que, além de não constarem como mandamentos legais diretos, ensejam certo grau de tecnicismo e conhecimento interno da companhia para serem implementadas.

Pesquisa similar foi realizada no âmbito do TCU. Entretanto, a sistemática de julgamento adotada pelos respectivos acórdãos prejudicou a imputação clara de quais decisões são recepcionadas como negociais e, portanto, passíveis de proteção pela BJR.

Na verdade, conforme já ressaltado, a recorrência da BJR está centrada em acórdãos prolatados em ações de tomadas de contas e cujo objeto é avaliar a destinação do dinheiro público. Na grande maioria das vezes, a regra consta apenas do resumo das teses de defesa dos acusados, e quase nunca é cotejada com os fatos sob julgamento.

É comum se identificar trechos em que a bibliografia americana é citada para conceituar a regra, mas quase nunca são trazidos elementos de mérito para especificamente deduzir o porquê a regra está ou não sendo aplicada pelo tribunal.

Considerando as teses de defesa em que a BJR foi utilizada, tem-se uma preponderância do argumento de que o administrador não pode ser punido por determinada destinação de recursos malsucedida ou para fundamentar o argumento de incompetência do TCU para apreciação da matéria, cujo processo deveria ser remetido à CVM.

Nesses casos, comumente, é constatado o desvio de recursos da companhia e, por consequência, os administradores são punidos por falhar no seu dever de monitoramento ou suas condutas são genericamente enquadradas como de erro grosseiro. A BJR, por sua vez, além de não ser aplicada, não tem os motivos de seu desenquadramento avaliados.

De toda forma, em um esforço interpretativo para fins do presente estudo, buscou-se acórdãos recentes em que o desenquadramento da BJR poderia ser inferido diante da conduta

---

<sup>195</sup> CVM – PAS SEI n. 19957.009118/2019-41, Rel. Marcelo Barbosa, j. 24/05/2022.

<sup>196</sup> CVM – PAS 440/2017, Rel. Flávia Perlingeiro, j. 02/03/2021.

perpetrada pelo agente, assim, em raciocínio contraposto, depreende-se que as matérias estariam acobertadas pela regra, não fosse o desvio de atuação.

Assentadas as premissas da pesquisa, são exemplos de decisões recepcionadas pelo TCU como negociais as deliberações atinentes à realização (ou não) de investimentos<sup>197/198/199/200/201/202</sup>; de gradação na tomada de risco pela companhia<sup>203</sup>; renegociação de contratos<sup>204</sup>; realização de desinvestimento<sup>205</sup>; e o aumento de exposição quanto à escalada da dívida<sup>206</sup>.

Por outro lado, são exemplos de decisões que não se enquadram no conceito de negociais as deliberações de desinvestimento em outras companhias quando a estatal titula posição de controle (uma vez que, por regra, os bens públicos são indisponíveis, então não haveria que se falar em discricionariedade do gestor, apenas o cumprimento de uma regra vinculante)<sup>207</sup>; a convenção de aditivos contratuais fora dos limites legais<sup>208</sup>; assinatura de termo de compromisso sem parecer jurídico específico<sup>209</sup>; o estabelecimento de sistemas internos de controle<sup>210/211</sup>; e as falhas verificadas nos controles internos das companhias<sup>212</sup>.

No mesmo sentido da conclusão obtida diante das decisões da CVM, a autonomia de gestão é conferida apenas às matérias que não constem como mandamentos legais diretos.

No campo do Direito Administrativo, entretanto, esse espectro é sensivelmente menor do que no Direito Privado, visto que as estatais exercem sua atividade por meio da utilização de recursos públicos, o que, intrinsecamente, vem sendo requisito suficiente para a reavaliação das decisões.

---

<sup>197</sup> TCU – Acórdão n. 2706/2022, Rel. Min. Bruno Dantas, j. 7/12/2022.

<sup>198</sup> TCU – Acórdão n. 2468/2022, Rel. Min. Walton Alencar Rodrigues, j. 1/11/2022.

<sup>199</sup> TCU – Acórdão n. 2142/2022, Rel. Min. Bruno Dantas, j. 28/09/2022.

<sup>200</sup> TCU – Acórdão n. 3052/2016, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 30/11/2016.

<sup>201</sup> TCU – Acórdão n. 1283/2018, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 06/06/2018.

<sup>202</sup> TCU – Acórdão n. 3052/2016, Rel. Min. Vital do Rêgo, j. 13/03/2019.

<sup>203</sup> TCU – Acórdão n. 2681/2021, Rel. Min. André Carvalho, j. 17/11/2021.

<sup>204</sup> TCU – Acórdão n. 7275/2022, Rel. Min. Vital do Rêgo, j. 11/10/2022.

<sup>205</sup> TCU – Acórdão n. 2365/2022, Rel. Min. Bruno Dantas, j. 23/02/2022.

<sup>206</sup> TCU – Acórdão n. 2519/2021, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 20/10/2021.

<sup>207</sup> TCU – Acórdão n. 2706/2022, Rel. Min. Bruno Dantas, j. 7/12/2022.

<sup>208</sup> TCU – Acórdão n. 1721/2022, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 27/07/2022.

<sup>209</sup> TCU – Acórdão n. 818/2022, Rel. Min. Aroldo Cedraz, j. 13/04/2022.

<sup>210</sup> TCU – Acórdão n. 2597/2021, Rel. Min. Bruno Dantas, j. 27/10/2021.

<sup>211</sup> TCU – Acórdão n. 491/2022, Rel. Min. André Luís de Carvalho, j. 9/03/2022.

<sup>212</sup> TCU – Acórdão n. 1361/2021, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 09/06/2021.

## 4.2 Aspecto procedimental

Ainda no que se refere à aplicação da BJR no Brasil, o segundo desafio que se apresenta é o de identificar o meio procedimental pelo qual a regra é utilizada.

Ao ensejo do estudo das doutrinas norte-americanas no Capítulo 3, a aplicação da BJR em caráter *ex ante* ou *a posteriori* implica algumas reflexões, notadamente acerca do ônus da prova.

Na verdade, a distribuição do ônus da prova se mostrou, para o escopo do presente estudo, o critério norteador para se concluir como a BJR vem sendo utilizada no Brasil.

Conforme se discorreu anteriormente, na doutrina de abstenção e responsabilidade, o ônus de provar o desvio da conduta dos administradores recai ao autor da demanda, como condição *sine qua non* para derrubar a proteção da BJR que seria aplicada de plano.

A doutrina da imunidade, por sua vez, sugere que o administrador tenha que demonstrar que ele faz jus ao benefício da BJR, uma vez que a decisão negocial cumpriu todos os requisitos necessários à boa conduta.

Nesta hipótese, se o administrador obtiver sucesso, a ação tem o seu prosseguimento indeferido (*dismissed*) ou, caso o administrador não consiga demonstrar o seu enquadramento na imunidade, o processo segue para que o demandante cumpra com o seu ônus de provar o desvio da conduta do agente (o que pode acontecer, ou não).

Analisando-se não apenas o aspecto social e moral que essa doutrina propõe, acerca da necessidade de que as demandas dos acionistas não sejam desacreditadas com a precedente imposição de um óbice, ante à própria natureza da ação de responsabilidade, há que se considerar também que na maioria das vezes as principais provas estarão sob o domínio da própria administração ou serão provas de difícil obtenção por parte do demandante.

Nesse aspecto, também em razão da natureza da ação que se propõe, a doutrina da imunidade parece que bem se amolda aos julgados brasileiros, ainda que não tenha aplicação unânime.

É de se observar que, como se verá adiante, ao apreciarem um determinado caso, alguns julgadores aplicam a BJR sob a perspectiva da doutrina de abstenção enquanto outros adotam a sistemática da doutrina de imunidade.

Avançando para a análise prática dos julgados no Brasil, abstraindo-se de examinar as especificidades do trâmite processual norte-americano e o brasileiro que, ora se identificam e ora se distanciam, infere-se que o fundamento da BJR também é comumente invocado como argumento de defesa pelos administradores, juntamente com as provas que em princípio consubstanciaram o suposto acerto dos seus atos.

De igual modo, é inequívoco que a área de fiscalização, no caso dos processos sancionadores da CVM ou TCU, por exemplo, corrobora as suas alegações com alicerce nas provas obtidas no curso da investigação. No entanto, são os administradores que acabam deslegitimando as acusações, trazendo elementos que influenciam o convencimento dos julgadores.

Igualmente, é recorrente que essas mesmas decisões, que afastam a responsabilidade do administrador em privilégio da BJR, utilizem como o fundamento a falha da fiscalização em demonstrar a ruptura do dever de diligência, de forma que a sindicância do mérito restaria impedida.

Vale dizer, de um lado, o sistema privilegia a obtenção de prova pelo administrador e, de outro, onera a fiscalização pela ausência de elementos.

Essa constatação, entretanto, parece estar em total consonância com a teoria mais moderna acerca do ônus da prova.

A teoria clássica, fundada na definição do ônus da prova de acordo com a posição assumida pelas partes no processo, conquanto tenha trazido significativo avanço para o estudo da matéria, demonstrou-se insuficiente como regra de abrangência geral<sup>213</sup>.

Com a evolução dos estudos de direito processual, o ônus da prova adquiriu, além do seu aspecto subjetivo, a perspectiva objetiva, direcionada à convicção dos próprios juízes. Esta vertente é também denominada de “comunhão da prova”, pois é considerada independentemente de quem a produziu nos autos do processo. Dispõe, a propósito, o artigo

---

<sup>213</sup> PACÍFICO, Luiz Eduardo Boaventura. *O ônus da prova*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 117.

371 do Código de Processo Civil, que: “O juiz apreciará a prova constante dos autos, independentemente do sujeito que a tiver promovido...”.

A distribuição do ônus subjetivo da prova é legalmente imposta aos litigantes, por meio da qual se estabelece uma sanção em face da inércia ou atividade infrutífera da parte; e a faceta objetiva está voltada ao magistrado, como regra de julgamento, possibilitando que o julgador prolate decisão de mérito, ainda que o fato não tenha ficado demonstrado<sup>214</sup>.

Em outras palavras, o autor deve produzir prova dos fatos constitutivos de seu direito, enquanto o demandado deve produzir provas os fatos modificativos ou extintivos do direito do autor. Já ao julgador cumpre examinar as provas produzidas e a partir desta análise formar a sua convicção.

Escreve a propósito, José Carlos Barbosa Moreira que as regras quanto à prova são aplicadas aos fatos apenas quando justamente nada se consegue provar. Isto é, na visão moderna, no curso do processo o julgador não deve se preocupar com as regras legais acerca da distribuição do ônus da prova, apenas quando se verificar determinada ausência de prova é que ele terá de imputar a alguém (autor ou réu) as suas consequências desfavoráveis, daí se utilizará do ônus subjetivo, verificando se os fatos alegados pelo autor foram ou não devidamente provados<sup>215</sup>.

Na visão de Barbosa Moreira, essa é, precisamente, a utilidade das regras sobre a distribuição do ônus da prova.

O mesmo entendimento é secundado por Gustavo Henrique Righi Ivahy Badaró no contexto do processo penal<sup>216</sup>, que deve ser sopesado para fins desse estudo, uma vez que o processo administrativo sancionador integra o gênero da espécie Direito de Punir, cujas raízes estão fixadas no próprio Direito Penal<sup>217</sup>.

---

<sup>214</sup> BUZUID, Alfredo. Do ônus da prova. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 57, p. 113-140, 1962. p. 130.

<sup>215</sup> MOREIRA, José Carlos Barbosa. O juiz e a prova. *Revista de Processo*, São Paulo, v. 9, n. 35, p. 178-184, abr./jun. 1984. p. 181.

<sup>216</sup> BADARÓ, Gustavo Henrique Righi Ivahy. *Ônus da prova no processo penal*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003. p. 195/241.

<sup>217</sup> Segundo afirma Ary Azevedo Franco Neto, no contexto dos processos administrativos sancionadores a determinação de sanção pela prática de ilícito prevê, como condição antecedente, a instauração e processamento de ação que se submeta ao sistema de regras materiais (quanto aos tipos puníveis) e processuais (quanto ao rito do procedimento), cujas raízes estão fixadas no Direito Penal (FRANCO NETO, Ary Azevedo. Responsabilidade de administrador de companhia: uma leitura do art. 153 da Lei das S.A à luz do direito

Badaró afirma que a existência do ônus da prova subjetivo é inegável, ainda que de caráter imperfeito, conquanto se admita a produção de provas pela parte onerada, pela parte acusadora e por iniciativa judicial ou do Ministério Público. Já o ônus da prova objetivo, é também recepcionado como regra de julgamento dos magistrados, que permite a prolação de decisão mesmo em caso de dúvida acerca de determinado fato.

Nesses casos, contudo, a aplicação do ônus da prova deverá ser balizada pelo princípio do *in dubio pro reo*, que impede que a dúvida sobre determinado fato possa recair sobre o próprio acusado.

Diante dos fatos que não foram provados no curso do processo, o juiz poderá, segundo a regra da distribuição objetiva do ônus da prova, prolatar decisão imputando a falta de provas à parte a que cumpria demonstrar as suas alegações.

No caso específico dos processos administrativos sancionadores, à luz do princípio *in dubio pro reo*, essa oneração nunca poderá ser carreada ao acusado.

Assim, sob o aspecto procedimental, a BJR parece adotar aplicação análoga à *immunity doctrine*, pela qual, a atuação do administrador será previamente avaliada (ainda que de forma restrita) para fim de se identificar o preenchimento de certos requisitos para a aplicação da regra, no entanto, o ônus da prova pode ser carreado à fiscalização caso os elementos de fato não sejam comprovados.

Visando ilustrar a questão, à guisa de exemplo, o caso da *Petrobrás e Refinaria Abreu e Lima*, no qual o dever de diligência e a consequente aplicação da BJR foram especificamente enfrentados por ambas as autoridades sancionatórias da CVM e TCU, sendo que, na CVM<sup>218</sup>, todos os administradores, por maioria de votos, foram absolvidos com fundamento na regra de decisão negocial, enquanto no TCU<sup>219/220</sup>, todos acabaram condenados, tendo sido expressamente afastada a aplicação da BJR.

---

administrativo sancionador. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 301). Nelson Hungria, por sua vez, assenta que a ilicitude jurídica é uma só, assim, não há que se falar em um ilícito administrativo ontologicamente distinto de um ilícito penal (HUNGRIA, Nelson. Ilícito administrativo e ilícito penal. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, 1945. p. 150 *apud* FRANCO NETO, Ary Azevedo. Responsabilidade de administrador de companhia: uma leitura do art. 153 da Lei das S.A à luz do direito administrativo sancionador. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 302).

<sup>218</sup> CVM – PAS 05/2016, Rel. Henrique Machado, j. 03/11/2020.

<sup>219</sup> TCU – Acórdão n. 3052/2016, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 30/11/2016.

<sup>220</sup> TCU – Acórdão n. 2750/2020, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 14/10/2020.

Tratando-se especificamente do dever de diligência, os administradores foram acusados por não terem agido com cautela ao consentirem com a aprovação da mudança de fase do projeto de execução da refinaria e o início das suas obras, contrariando os pareceres técnicos emitidos que indicavam a inviabilidade do projeto.

Os acusados, por outro lado, alegaram que a tomada de decisão se deu de modo desinteressado, informado e refletido, motivo pelo qual o ato negocial estaria protegido de uma eventual e subsequente reavaliação quanto ao mérito, conforme se infere da BJR.

No âmbito do julgamento pela CVM, entretanto, para o diretor relator Henrique Machado, diante de tantos elementos que colocavam em xeque a confiabilidade do projeto e, por consequência, a viabilidade da Refinaria, cumpria à diretoria o dever de buscar esclarecimentos, isto é, de melhor se informarem acerca das questões problemáticas suscitadas nos aludidos pareceres<sup>221</sup>.

Machado assentou em seu voto que o dever de diligência impõe aos administradores o dever de cuidado que enseja maior escrutínio sobre as informações que lhes são submetidas e sobre o prejuízo que poderá ser experimentado pela companhia, de forma que seja possível eliminar ou, ao menos reduzir os riscos.

Aduza-se que, neste ponto, o aludido relator afastou a regra de decisão negocial enfatizando que os diretores não agiram com diligência conquanto conduziram avaliação de investimento baseada em informações que se mostravam objetivamente duvidosas, cuja credibilidade foi atacada pelos pareceres técnicos<sup>222</sup>.

Além disso, no entendimento de Henrique Machado, na ata da reunião que formalizou a aprovação da mudança de fase do projeto não restou demonstrada a reflexão sobre a tomada de decisão, tendo constatado apenas que a “Diretoria Executiva aprovou as proposições formuladas”. Para o relator, é preciso que haja documentação mínima que comprove as discussões e justifique a tomada de decisão, especialmente quando se trata da maior companhia de capital aberto do país e um investimento de alto risco<sup>223</sup>.

---

<sup>221</sup> CVM – PAS 05/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/11/2020, p. 130.

<sup>222</sup> CVM – PAS 05/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/11/2020, p. 131.

<sup>223</sup> CVM – PAS 05/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/11/2020, p. 130.

Inaugurando a divergência, o diretor Gustavo Gonzalez ponderou acerca da necessidade ímpar de que a acusação faça prova da conduta negligente dos agentes, sob o ponto de vista procedimental e, não o fazendo, é partidário da proteção conferida pela BJR<sup>224</sup>.

Gonzalez sinalizou que o julgador deve agir com cautela para não pavimentar caminho à responsabilização dos administradores apenas pelos riscos assumidos, o que é elemento inerente a atividade empresária<sup>225</sup>.

Ainda em sede de voto divergente, Gonzalez esclareceu que a companhia possuía uma sistemática de investimentos bem consolidada, apresentava diretrizes formais e uniformizava os procedimentos, no entanto, a diretoria executiva teria autonomia para acatar projetos que não estivessem inteiramente conformados aos ditames dessa sistemática<sup>226</sup>.

Os administradores, nesse sentido, segundo o seu entendimento, respeitaram todo o passo-a-passo interno da companhia e decidiram seguir com o projeto, mas deixaram de registrar em ata que as excepcionalidades apontadas pela área técnica foram devidamente analisadas e superadas.

O diretor ponderou que a acusação não realizou uma verdadeira análise procedimental dos atos dos administradores, fazendo uso de critérios de mérito da decisão negocial como fundamento à responsabilidade, o que foge do escopo da BJR. Assim, a BJR requer que a diligência dos administradores em questões empresariais seja sindicada unicamente em uma perspectiva procedimental<sup>227</sup>.

Nesse passo, após analisar o enquadramento da decisão negocial aos parâmetros da BJR, vinculou a responsabilidade dos administradores à prova da existência de falha procedimental no respectivo processo decisório, segundo a qual, na hipótese de sua inexistência ou falta de comprovação, as decisões negociais devem ser consideradas regulares.

A diretora Flavia Perlingeiro, a seu turno, acompanhou a divergência aberta por Gustavo Gonzalez. Para Perlingeiro, considerando a farta prova documental colacionada aos autos, a simples ausência de registro na ata da companhia de que os pareceres haviam sido

---

<sup>224</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 03/11/2020, p. 31.

<sup>225</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 03/11/2020, p. 31.

<sup>226</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretora Flávia Perlingeiro, j. 03/11/2020, p. 5/6.

<sup>227</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 03/11/2020, p. 31.



analisados e ponderados pelos administradores não gera, *per se*, a inobservância do dever de diligência<sup>228</sup>.

Cumprida à acusação o ônus probatório de evidenciar que não houve reflexão na tomada de decisões, e não simplesmente suscitar que uma informação constante no relatório da área técnica não foi analisada pelo administrador na tomada de decisão porquanto não havia menção expressa na ata de assembleia<sup>229</sup>.

No entendimento da referida diretora, tratou-se, pois, do processo de convencimento dos administradores em que suas falhas deveriam ter sido comprovadas pela acusação e como isso não ocorreu, os agentes se beneficiam da proteção propiciada pela incidência da BJR.

Em tal contexto, por maioria, a CVM acabou absolvendo os administradores da *Petrobrás* no caso da *Refinaria Abreu e Lima*.

No âmbito do julgamento do TCU, por sua vez, prosperaram argumentos similares aos do diretor Henrique Machado, circunstância essa que, por unanimidade, culminou na condenação de todos os administradores e diretores da companhia.

Em síntese, os acusados deduziram em suas defesas que as decisões pelo avanço de fase do projeto, e conseqüente determinação para o início das obras, teriam sido tomadas com diligência e lealdade, uma vez que seguiram o rito específico previsto nas regras de Sistemática de Investimentos da *Petrobrás*; confiaram em informações providas por áreas técnicas especializadas; sopesaram as considerações dos pareceres; e, por fim, tomaram a decisão no melhor interesse da companhia.

Antes de se passar à análise dos fundamentos da decisão, é necessário elucidar que a utilização da regra de *decisão negocial* no referido caso se deu em razão do entendimento firmado pelo relator de que, em se tratando da *Petrobrás*, sociedade de economia mista controlada pela União, um ato de gestão passível de responsabilização com base no artigo 158 da Lei das S/A, é também passível de enquadramento no artigo 43, inciso II da Lei n. 8.443/1992 (Lei Orgânica do Tribunal de Contas), uma vez que versa sobre os princípios da legitimidade ou economicidade de ato administrativo<sup>230</sup>.

---

<sup>228</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretora Flavia Perlingeiro, j. 03/11/2020, p. 14.

<sup>229</sup> CVM – PAS 05/2016, Manifestação de voto Diretora Flavia Perlingeiro, j. 03/11/2020, p. 14.

<sup>230</sup> TCU – Acórdão n. 2750/2020, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 14/10/2020, p. 148.

Não se identifica no voto nenhuma justificativa acerca da influência do *munus* público sobre a matéria, tampouco acerca da reserva realizada pela LRE. Muito pelo contrário, o voto se baseou em fundamentos da própria CVM para afastar a incidência da BJR do caso *sub judice*, realizando incursão no exercício de gestão das companhias.

No mérito, o ministro relator Benjamin Zymler<sup>231</sup> deduziu que o cerne da discussão não se centrava na conveniência ou no acerto das políticas e estratégias empresariais estabelecidas pela direção da *Petrobrás*.

Para Zymler, a discussão tinha por fundamento a tomada de decisões que qualquer administrador minimamente qualificado teria se insurgido de forma contrária, uma vez que se mostra inviável, no sentir do relator, dar início à execução de uma obra de elevado valor sem que os projetos estivessem concluídos<sup>232</sup>.

Nesse sentido, concluiu que somente a partir de uma abordagem estritamente formalista seria possível aplicar a BJR e, no caso concreto, o cumprimento meramente formal dos requisitos de uma decisão não afasta a caracterização de erro grosseiro<sup>233</sup>.

Quanto à aplicação da regra, o relator se dedica a analisar o cabimento da BJR diante das provas que consubstanciaram a decisão negocial e, após, realizando análise mais detida acerca dos elementos levados à sua cognição, decide responsabilizar os agentes.

Essa forma de aplicação procedimental da BJR, assim como sucedeu no julgamento da CVM, que prioriza o enquadramento segundo as provas e apenas em momento posterior à análise dos detalhes do caso demanda uma avaliação mais aprofundada da conduta, o que parece justamente se aproximar da já mencionada *immunity doctrine* utilizada nas cortes de Delaware.

### **4.3 Artigo 159, §6º da Lei das S/A**

Conforme enunciado acima, há considerável parcela da doutrina nacional que sustenta que a BJR já estaria incorporada ao ordenamento brasileiro, sob a égide do artigo 159, §6º da Lei das S/A.

---

<sup>231</sup> TCU – Acórdão n. 2750/2020, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 14/10/2020, p. 151.

<sup>232</sup> TCU – Acórdão n. 2750/2020, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 14/10/2020, p. 153.

<sup>233</sup> TCU – Acórdão n. 2750/2020, Rel. Min. Benjamin Zymler, j. 14/10/2020, p. 132.

Nesse sentido, faz-se necessário tratar sobre o dispositivo legal que, não por acaso, ante a dificuldade de determinação de sua natureza jurídica, é pouco enfrentado pela doutrina.

Trata-se, pois, de previsão legal que prescreve a não responsabilização daqueles administradores que cometeram algum lapso de diligência. Na hipótese, subsiste o liame entre o nexo de causalidade da conduta e o dano, no entanto, aos olhos do legislador, na eventualidade de estar presente o elemento da boa-fé, o agente seria passível de isenção da responsabilidade.

Para José Alexandre Tavares Guerreiro, o §6º representa a intenção do legislador de que a responsabilização do administrador seja balizada por meio de um critério subjetivo, buscando aferir qual o propósito da conduta do agente, ou seja, o dispositivo confere ao juízo amplitude de apreciação subjetiva o que, a rigor, nem precisaria estar previsto em lei<sup>234</sup>.

Waldírio Bulgarelli, por sua vez, entende que a previsão do artigo 159, §6º é um verdadeiro *bill* de indenidade aos administradores culposos, pois, na sistemática dos direitos das obrigações, além da força maior e do caso fortuito, estaria sendo incluído na seara das sociedades anônimas a boa-fé como causa excludente de responsabilidade<sup>235</sup>.

Em senso contrário, para Marcelo Vieira Von Adamek, o dispositivo não representa uma efetiva exclusão de responsabilidade, e sim uma espécie de perdão judicial, comum à espera penal, ou uma redução equitativa da indenização pela (baixa) gravidade da culpa, prevista no artigo 944 e parágrafo único do Código Civil<sup>236</sup>.

Para Adamek, nas hipóteses de excludentes de responsabilidade, tal qual como o caso fortuito e a força maior, os acontecimentos que os legitimam são irresistíveis, imprevisíveis e estranhos à vontade do agente, ao passo que no §6º o administrador atuou com culpa, e apenas inspirado por bons propósitos. Nessa hipótese, infere-se que o juiz já avançou para constatar a culpa do administrador e, ainda assim, decide o eximir do dever de indenizar, tratando-se de uma exclusão de responsabilidade *a posteriori*<sup>237</sup>.

---

<sup>234</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 20, abr./jun. 1981. p. 83.

<sup>235</sup> BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991. p. 164.

<sup>236</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 287.

<sup>237</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 287.

Modesto Carvalhosa, por sua vez, admite que a disposição constante da Lei das S/A conferiria ao julgador a possibilidade de julgar a atuação dos administradores por equidade, segundo os princípios gerais do direito<sup>238</sup>.

Há, ainda, quem entenda que o dispositivo é uma importação da BJR norte-americana, a exemplo de Alexandre Couto Silva<sup>239</sup> e Osmar Brina Corrêa Lima<sup>240</sup>, e outros que entendem ser o dispositivo apenas um equivalente funcional do princípio americano, como é o caso de Mariana Pargendler<sup>241</sup> e Ana Weber<sup>242</sup>.

Para Pargendler, a similitude entre ambos reside na *ratio comum* de tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem-intencionada, ainda que, *a posteriori*, venham se mostrar prejudiciais ou equivocadas.

Em que pese o entendimento de autorizada doutrina, essa, contudo, não é a vinculação que se pretende neste estudo para a BJR. A regra norte-americana tem aplicação mais restrita do que o disposto na Lei das S/A, haja vista que somente poderá ser utilizada quando não verificada nenhuma falha no processo decisório adotado pelo administrador.

O artigo 159, §6º, a seu turno, tem utilidade ampla. Após verificado o dano e a responsabilidade na conduta, o juiz poderá afastar o profissional de responder por seus atos se constatada a sua boa-fé e a conduta voltada aos interesses da companhia. Nesse caso, constata-se a existência do ato culposo, do nexo de causalidade entre a conduta e o dano, e do próprio dano, no entanto, não se evidencia a responsabilização do agente<sup>243</sup>.

Não fosse apenas isso, a BJR tem incidência clara sobre as denominadas decisões negociais, ao passo que a disposição legal brasileira não possui qualquer limitação correspondente, podendo incidir sobre qualquer ato de gestão do administrador<sup>244</sup>.

---

<sup>238</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 3.

<sup>239</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 249.

<sup>240</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 126.

<sup>241</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e Business Judgment Rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51–74, mar. 2015. p. 7.

<sup>242</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 53.

<sup>243</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2. p. 487.

<sup>244</sup> NADALIN, Guilherme Frazão. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas: artigo 159. §6º, LSA e a Business Judgment Rule*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 134.

A incerteza acerca da aplicação do critério de não responsabilização tal como veio cunhada no dispositivo, consubstanciando a avaliação do julgador apenas ao conceito de boa-fé, talvez justifique o fato de não se verificar na jurisprudência sua utilização recorrente.

Em pesquisa realizada junto ao repositório do Tribunal de Justiça de São Paulo (“TJSP”), especificamente para localizar acórdãos em que o dispositivo legal tenha sido utilizado, não foi possível localizar precedente algum.

Nos domínios do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), a pesquisa igualmente não resultou quantidade expressiva de julgados. Apenas um acórdão analisa a o artigo de maneira direta.

No julgamento do Recurso Especial n. 1.349.233-SP<sup>245</sup>, sob a relatoria do Ministro Luis Felipe Salomão, no âmbito de ação de indenização ajuizada por acionista, em substituição processual da *Companhia Müller de Bebidas* (detentora da *Cachaça 51*), em face de seu diretor presidente, também acionista (e seu irmão), o artigo 159, §6º foi suscitado para fins da abertura de divergência.

A causa de pedir da demanda dizia respeito a atos praticados em contrariedade a lei e ao estatuto na gestão da companhia. Resumidamente, foram imputadas diversas práticas ilícitas ao diretor da companhia, dentre as quais, a contratação de campanhas publicitárias por meio do fracionamento do preço total do serviço em vários contratos sequenciados diferentes, a fim de que os valores não superassem a alçada estipulada ao diretor pelo acordo de acionistas.

A sentença, confirmada pelo acórdão, foi de parcial procedência para declarar a ilegalidade dos atos praticados pelo réu na gestão da sociedade e condená-lo ao ressarcimento das despesas, inclusive aquelas oriundas das campanhas publicitárias.

No STJ, inicialmente, foi dado parcial provimento ao recurso especial para excluir a responsabilidade do diretor na contratação de algumas campanhas publicitárias, especificamente as de televisão aberta.

Na divergência aberta pelo Ministro Raul Araújo Filho, a Turma entendeu que a veiculação da *Cachaça 51* na televisão produziria benefício quase que *intuitivo* à companhia, o

---

<sup>245</sup> STJ – Recurso Especial n. 1.349.233, Relator Ministro Luiz Felipe Salomão, j. 6/11/2014.

que irromperia a presunção de boa-fé, assim, consubstanciados pelo artigo 159, §6º, seria de rigor isentar o administrador da responsabilidade civil.

Em sede de embargos de declaração com efeitos modificativos, contudo, o entendimento foi alterado. No voto condutor, o relator aduziu ser inconciliável responsabilizar o diretor por contratos publicitários firmados em ato de excesso de poder apenas, e somente quando não verificado retorno positivo a companhia.

Acrescentou, ainda, a incongruência do voto anterior, pois, sobre certos contratos publicitários, imputou-se ao réu o ônus de demonstrar a existência de proveito econômico, no entanto, especificamente acerca dos contratos de televisão, a Turma havia assumido que o retorno da propaganda foi positivo.

Nesse sentido, com fundamento no artigo 158, II da Lei das S/A, o relator responsabilizou o diretor por todas as práticas que lhe foram imputadas.

Em voto vista, a Ministra Maria Isabel Diniz Gallotti manteve a posição anterior, acrescentando, ainda, que, com fundamento no artigo 158, a imputação de responsabilidade ao diretor deveria ser contemplada com a demonstração do efetivo prejuízo causado a companhia.

Para Gallotti, não existe contradição na responsabilização do diretor por apenas alguns contratos publicitários, ainda que todos tenham sido firmados em ato de abuso de poder, afinal, as decisões proferidas nas instâncias de origem afirmam haver elementos circunstanciais que denotam o completo descabimento de algumas campanhas de marketing e de outras não.

O voto da Ministra, entretanto, parece estar em desacordo não apenas com o disposto no artigo 159, §6º, como também com a regra geral de responsabilidade dos administradores e com a própria BJR, afinal, a atuação em abuso de poderes é incompatível com a boa-fé, preconizada em todo o ordenamento.

Nos comentários ao artigo 159, §6º, Nelson Eizirik aduz que a autorização para o judiciário afastar a responsabilidade dos administradores prevê, como requisito, que o ato ensejador de reavaliação tenha se dado dentro das suas atribuições contidas em lei ou estatuto<sup>246</sup>.

---

<sup>246</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3. p. 189.

Isto é, não se pode afastar a responsabilidade daquele que agiu em abuso de poderes, pois essa seria, *per se*, hipótese do artigo 158, II, que enseja responsabilidade de ordem objetiva.

Durante o cotejo processual que culminou no improvimento do recurso especial, nota-se que o ponto de divergência entre os julgados se centrou justamente na correta aplicação dos incisos I e II do artigo 158, considerando a presença de efetivo dano para a companhia, em decorrência dos atos tidos em excesso de poder.

Essa é também questão diretamente relacionada à BJR, afinal, trata-se da responsabilização *a posteriori*, no qual os julgadores avaliam a conduta do administrador pelo seu resultado e não propriamente pelo padrão da sua conduta.

Acertadamente, o STJ reverteu o julgamento realizado, para responsabilizar o administrador por todas as campanhas publicitárias contratadas em valor incompatível com a sua alçada.

Tratando-se exclusivamente de CVM, também não é fácil encontrar julgados de processos sancionadores que absolveram os administradores com fundamento no referido dispositivo.

A autarquia prefere, a seu turno, assentar sua posição com base na “não ofensa” aos artigos que especificamente versam sobre os deveres fiduciários, diligência ou lealdade dos agentes (artigos 153 a 158 da Lei das S/A).

Inclusive, nos casos em que é utilizada a BJR, não se identificou nas decisões qualquer menção ao artigo 159, §6º. Os votos discorrem sobre a necessidade de que seja protegido o mérito dos atos gerenciais e a discricionariedade dos administradores, deixando de utilizar a boa-fé como causa exclusiva da sua absolvição (a título exemplificativo, é o que se verifica nos PAS RJ2005/1443, RJ24/2006 RJ2016/7197, RJ2016/5733).

Assim como sucedeu no processo administrativo sancionador no qual foi analisada a responsabilidade do diretor financeiro e conselho de administração da *Sadia S/A*<sup>247</sup>, no episódio notório da operação com derivativos, a boa-fé serviu como critério atenuante da pena e, ainda assim, não foi correlacionada ao artigo 159, §6º.

---

<sup>247</sup> CVM – PAS 18/2008, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14/12/2010.

No voto do diretor Aleksandro Broedel Lopes, foi afastada a aplicação da BJR sob o argumento de que não se tinha por objeto a análise da decisão da companhia em operar com derivativos ou os prejuízos gerados com essas operações, mas sim a diligência empreendida por seus administradores na adoção e monitoramento dos sistemas de controle para cumprimento das políticas internas (tema que será detidamente analisado adiante).

Tratou-se, pois, de uma falha dos administradores na observância de dever oriundo de lei e não propriamente da tomada de uma decisão negocial, passível de equívoco.

Nesse sentido, com fundamento no artigo 153 da Lei das S/A, a autarquia decidiu por condenar os acusados por violação ao dever de diligência, uma vez que não foram observadas as políticas internas específicas quanto a margem de exposição da companhia a outras moedas e o seu grau de alavancagem.

Tratamento similar ocorre nas cortes norte-americanas que, conforme se analisou no Capítulo anterior, não atribuem a boa-fé como causa de responsabilização ou imunidade direta, trata-se de critério a ser avaliado para fins de aplicação da BJR, que não é autossuficiente.

Justamente por essa razão que os julgados recorrentemente direcionam o debate da discricionariedade do administrador para o descumprimento de políticas internas e/ou a necessidade de melhorias às políticas já existentes.

Há uma necessidade premente do mercado em definir como os administradores devem direcionar a sua gestão e a absolvição dos agentes apenas em razão do seu espírito de boa-fé não parece ser um meio salutar para se fazer isso.

#### **4.4 Aplicação da *Business Judgment Rule* pelo Poder Judiciário**

No curso do presente trabalho muito se ateu aos votos proferidos pelas autoridades administrativas acerca da BJR, entretanto, não se pode deixar de analisar a aplicação da regra pelo Poder judiciário.



O corte metodológico realizado para fins da pesquisa estabeleceu a busca por julgados que expressamente mencionam a BJR nos domínios do TJSP e, no âmbito federal, perante o Tribunal Regional Federal da 3ª Região (“TRF3”)<sup>248</sup>, STJ e o STF.

Conforme será adiante pormenorizado, a pesquisa enfrentou alguns obstáculos práticos no que se refere às plataformas de pesquisa disponibilizadas pelos tribunais, razão pela qual também foi utilizada a plataforma do JusBrasil<sup>249</sup> para a checagem dos resultados.

#### 4.4.1 *Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP)*

Perante o TJSP, a busca pela regra da BJR resultou em 15 acórdãos<sup>250</sup>, dos quais, 11 recorrências se referem a apenas 2 casos<sup>251/252</sup>, assim, tem-se que a regra foi suscitada apenas em 6 casos distintos<sup>253</sup>.

No entanto, em 4 desses 6 casos a BJR foi mencionada apenas de passagem<sup>254</sup> e acabou não sendo diretamente analisada, restando, por fim, apenas 2 casos que merecem atenção.

<sup>248</sup> Em pesquisa junto ao TRF3, não foram identificados acórdãos em que a BJR tenha sido mencionada. Além do nome da regra objeto do presente, como critério de pesquisa também foram utilizados outros conceitos que poderiam estar vinculados ao tema, no entanto, ainda assim, nenhum logrou encontrar decisões sobre a BJR. Diante da estranheza do resultado obtido, a pesquisa buscou compreender qual a sistemática adotada pela plataforma de pesquisa e especificamente qual a base de dados utilizada pelo tribunal. Após questionamento formulado perante o setor competente, restou esclarecido que todos os acórdãos prolatados no TRF3 têm o seu inteiro teor indexado à plataforma, de modo que a pesquisa é realizada junto à integralidade do acervo disponível e, ainda assim, não logrou obter qualquer resultado (Contato realizado por e-mail em 16/2/2023, junto ao Setor de Apoio à Jurisprudência (<jurisprudencia@trf3.jus.br>).

<sup>249</sup> Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/>. Acesso em: 9 mar. 2023.

<sup>250</sup> Pesquisa realizada em: 15 fev. 2023.

<sup>251</sup> TJSP – Apelações Cíveis, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565 e 1002549-61.2016.8.26.0565, Rel. Grava Brazil, j. 22/10/2019; Embargos de Declaração, proc. n. 1002549-61.2016.8.26.0565/50002, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; Embargos de Declaração, proc. n. 1002549-61.2016.8.26.0565/50001, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; Embargos de Declaração, proc. n. 1002549-61.2016.8.26.0565/50000, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; Embargos de Declaração, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565/50002, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; Embargos de Declaração, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565/50001, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; Embargos de Declaração, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565/50000, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020; e Embargos de Declaração, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565/50000, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020.

<sup>252</sup> TJSP – Agravo Interno Cível, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000, Rel. Maurício Pessoa, j. 31/08/2020; Agravo Interno Cível, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000, Rel. Maurício Pessoa, j. 25/06/2020; e Agravo de Instrumento, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000/50001, Rel. Maurício Pessoa, j. 25/06/2020.

<sup>253</sup> TJSP – Agravo de Instrumento, proc. n. 2209410-69.2020.8.26.0000, Rel. Fortes Barbosa, j. 24/02/2021; Apelação Cível, proc. n. 1000718-43.2018.8.26.0650, Rel. Tasso Duarte Melo, j. 12/02/2020; Agravo Interno Cível, proc. n. 2169296-93.2017.8.26.0000, Rel. Lígia Araújo Bisogni, j. 13/12/2017; e Apelação Cível, proc. n. 543.194-4/9-00, Rel. Vito Guglielmi, j. 11/12/2008.

<sup>254</sup> TJSP – Agravo Interno Cível, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000, Rel. Maurício Pessoa, j. 31/08/2020; Agravo Interno Cível, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000, Rel. Maurício Pessoa, j. 25/06/2020; Agravo de

Os acórdãos que passarão a ser analisados, conforme se verá, foram prolatados em ações cíveis de natureza privada, não tendo sido localizadas quaisquer decisões em sede de ações de improbidade administrativa.

Passando-se à análise do primeiro dos precedentes, o caso se refere ao grupo de processos sob relatoria do Desembargador Grava Brazil, cujo objeto versava sobre a aplicação da BJR em proteção da atuação de acionista controlador em assembleia, diante da acusação de abuso de poder de controle exercido na deliberação quanto à retenção de lucros para destinação a determinados projetos de pesquisa, aumento de capital e a destinação de lucros para pagamento de bônus da diretoria<sup>255</sup>.

O recurso foi apresentado em face de sentença que julgou improcedente a ação anulatória das deliberações assembleares e, por maioria de votos, a apelação restou provida em parte para anular as deliberações exclusivamente no capítulo que constou a aprovação da destinação de parcela dos lucros retidos ao pagamento de bônus à diretoria.

O voto condutor, que se sagrou vencedor, assentou que a anulação integral do conclave não se mostrava justificada, podendo, inclusive, gerar consequências imensuráveis à companhia, uma vez que os recursos já haviam sido efetivamente utilizados.

Continuou para estabelecer que, não tendo sido comprovado o abuso dos controladores, tampouco o juízo acerca da necessidade, utilidade e conveniência do aumento de capital ou retenção dos lucros para financiar projetos, a decisão empresarial deveria ser protegida pela BJR.

O segundo e o quinto juiz, vencidos, apresentaram declaração de voto, no entanto, não enfrentaram a questão da BJR.

Em sede do julgamento de um dos embargos de declaração<sup>256</sup>, ademais, foi suscitado o argumento de que a BJR não poderia ser aplicada ao caso, uma vez que a regra é cunhada para proteger administradores e não propriamente a atuação de acionistas controladores em deliberações assembleares.

---

Instrumento, proc. n. 2199130-73.2019.8.26.0000/50001, Rel. Maurício Pessoa, j. 25/06/2020; Agravo de Instrumento, proc. n. 2209410-69.2020.8.26.0000, Rel. Fortes Barbosa, j. 24/02/2021; Apelação Cível, proc. n. 1000718-43.2018.8.26.0650, Rel. Tasso Duarte Melo, j. 12/02/2020; e Agravo Interno Cível, proc. n. 2169296-93.2017.8.26.0000, Rel. Lígia Araújo Bisogni, j. 13/12/2017.

<sup>255</sup> TJSP – Apelação Cível, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565, Rel. Grava Brazil, j. 22/10/2019.

<sup>256</sup> TJSP – Embargos de Declaração, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565/50001, Rel. Grava Brazil, j. 23/06/2020.

O relator, entretanto, de forma sucinta, fundando-se nas lições de Modesto Carvalhosa, deduziu que a atuação dos controladores era pautada pelo respeito aos deveres fiduciários e que o mérito das suas decisões apenas poderia ser avaliado na hipótese de quebra desses deveres, de modo que inexistiria razão que justificasse a não aplicação da BJR.

Nesse passo, consignou-se que a BJR é passível de ser aplicada às decisões tomadas por acionista controlador em assembleia.

Analisando-se mais a fundo esta questão, discordamos da posição adotada pela turma julgadora. Primeiro porque a BJR foi cunhada para a proteção dos administradores, e não dos acionistas controladores que possuem interesse pessoal na tomada de decisões. Segundo porque, ainda que se admitisse a mesma proteção aos administradores e controladores, o que se admite apenas por hipótese, a doutrina mais abalizada para a aplicação no caso concreto é justamente a da *entire fairness*, que, conforme se verá em capítulo específico dedicado ao tema, não se confunde com a BJR.

O segundo dos casos em que se propõe para a análise, a BJR foi invocada pelo TJSP no contexto da validade de apólice de seguro de danos causados por gestores na modalidade conhecida como *Directors & Officers* (“D&O”)<sup>257</sup>.

Em síntese, a demanda foi ajuizada pelo *Banco Santos S/A* em face da seguradora com a qual celebrou seguro de responsabilidade civil dos seus conselheiros, diretores e administradores.

No curso de vigência da apólice, quando o Banco Central do Brasil decretou a intervenção no *Banco Santos*, a seguradora, negou-se a pagar o valor previsto para o seguro afirmando que a instituição financeira não havia apresentado informações suficientes para que se pudesse avaliar o grau de risco que envolvia a cobertura.

O voto do relator Desembargador Vito Guglielmi traça, de início, uma breve incursão acerca da origem da BJR, pela qual, é assentada uma posição correspondente à *immunity doctrine*, deduzindo que a boa-fé é pressuposto para a o emprego da regra como parâmetro de avaliação e, em um segundo estágio da análise prévia, deve-se perquirir se os atos de gestão foram orientados no interesse da companhia.

---

<sup>257</sup> TJSP – Apelação Cível, proc. n. 543.194-4/9-00, Rel. Vito Guglielmi, j. 11/12/2008.

No seu entendimento, a BJR foi recepcionada pelo sistema brasileiro nas disposições dos artigos 153 a 158 da Lei das S/A e, em sentido contrário, diante da proteção criada aos administradores, os seguros D&O caminharam para criar cada vez mais cláusulas de exclusão de responsabilidade em caso de atuação dolosa, desonesta ou fraudulenta.

Essa é justamente a matéria controvertida objeto do julgamento. O seguro previa cobertura em caso de negligência e a negativa de cobertura se fiava na prestação de informações equivocadas pela tomadora originária no momento da contratação, tornando nulo o contrato.

Ao examinar com detalhe todos os relatórios apresentados pelo Banco Central do Brasil, o relator consignou que as informações prestadas por ocasião da contratação do seguro, de fato, não correspondiam com a realidade e mesmo que superada essa circunstância, restava evidente que a administração violou o *duty of care* e o *duty of loyalty* de forma que a BJR não seria aplicável ao caso, restando indevida a indenização secundária.

Assim, por maioria de votos, foi negado provimento ao recurso, e a não aplicação da BJR nos exatos termos em que determina a doutrina americana.

Conforme se infere, portanto, a pesquisa junto ao TJSP resultou na análise de dois casos específicos. No primeiro deles, a aplicação da BJR se mostrou desalinhada da jurisprudência norte-americana e das conclusões obtidas no presente estudo. Seria problemático estender a proteção da BJR para atos dos acionistas controladores, em especial ante ao conflito de interesses indissociável entre o melhor interesse da companhia e o interesse próprio do controlador.

Em contraste, no segundo precedente, a BJR foi assimilada de forma semelhante aos casos de *immunity doctrine* observados em Delaware, mas para afastar a indenização securitária do administrador que age em flagrante violação de seu dever fiduciário.

#### **4.4.2 Superior Tribunal de Justiça (STJ)**

No que se refere ao STJ, a busca de jurisprudência com a inclusão apenas do critério BJR, não logrou nenhum resultado<sup>258</sup>.

---

<sup>258</sup> Diferente do que ocorre na Justiça Federal, em sua página virtual o STJ esclarece qual é a base de dados utilizada para fins das pesquisas de jurisprudência. Com efeito, a base “Pesquisa de Jurisprudência do STJ”

De toda forma, na tentativa de suprir o problema operacional identificado, a pesquisa também buscou utilizar diferentes critérios para localização dos julgados e logrou encontrar 3 precedentes<sup>259/260/261</sup> em que a BJR foi mencionada de forma expressa, entretanto, 2 dos julgados versam sobre o mesmo caso e em ambos a BJR não foi enfrentada no mérito, pois constou do rol de argumentos da recorrente que justamente, segundo o seu entendimento, não poderiam ser analisados conquanto inobservaram o princípio do contraditório<sup>262</sup>.

Assim, o estudo se dedicará a analisar apenas 1 caso, o qual, especificamente, foi localizado mediante a utilização do termo de pesquisa “decisão empresarial” e que trata, uma vez mais, sobre a utilização da BJR em face da atuação de acionista controlador<sup>263</sup>.

O caso versa sobre ação indenizatória ajuizada por acionistas minoritários em face de acionista controladora, que tinha por fundamento suposta diluição injustificada resultante de aumento de capital alegadamente realizado com abuso do poder de controle.

Novamente, a exemplo do precedente do TJSP, nesse único caso em que a BJR foi analisada no STJ, restou consignado o entendimento de que a regra poderia ser aplicada em face de decisões negociais tomadas por acionista controlador, o que, conforme já se assentou, não parece ser a aplicação mais acertada.

A despeito disso, o relator, Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, consignou que as razões negociais legítimas e racionais tomadas pelo controlador na condução da política da companhia não poderiam ser objeto de juízo de valor, tampouco questionadas, reformadas, alteradas, suprimidas ou acrescentadas, o que confirmaria a aplicação da BJR.

---

disponibilizada na plataforma de “pesquisa avançada” confere a possibilidade de busca por palavras-chave, entretanto, o sistema não efetiva a pesquisa dessas palavras no inteiro teor dos acórdãos, mas apenas no que se denomina “espelho do acórdão”. O “espelho de acórdão”, por sua vez, é documento elaborado pela Secretaria de Jurisprudência no formato de um formulário que conta com campos específicos de preenchimento e são essas as informações indexadas para fins das buscas. Nesse caso, considerando que a BJR, além de ser termo com origem na língua inglesa, é frequentemente incorporada às decisões por meio de citações doutrinárias, a busca de sua recorrência com as ferramentas oferecidas pelo STJ foi imensamente prejudicada (Disponível em: [https://www.stj.jus.br/docs\\_internet/jurisprudencia/ajuda/Espelho\\_do\\_Acordao\\_atualizado.pdf](https://www.stj.jus.br/docs_internet/jurisprudencia/ajuda/Espelho_do_Acordao_atualizado.pdf) Acesso em: 15 fev. 2023).

<sup>259</sup> STJ – Recurso Especial n. 1.337.265/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 27/11/2018.

<sup>260</sup> STJ – Recurso Especial n.1.919.917/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 08/02/2022.

<sup>261</sup> STJ – Recurso Especial n.1.921.307/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 08/02/2022.

<sup>262</sup> Pesquisa realizada em: 15 fev. 2023.

<sup>263</sup> STJ – Recurso Especial n. 1.337.265/SP, Rel. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 27/11/2018.

O relator deduziu que a autonomia da decisão empresarial somente poderia ser arguida quando identificada falha no cumprimento do dever fiduciário, que se desdobra na estrita observância do dever de lealdade, de diligência e de inexistência de conflito de interesses.

O voto, todavia, não se limitou a estabelecer a proteção quanto à discricionariedade do administrador, indo além para expressamente declarar que a diluição da participação minoritária decorreu da premente necessidade de aumento do capital social de instituição bancária, que estava em péssima condição financeira, o que, portanto, não configuraria abuso de poder de controle.

Na verdade, foi asseverado no acórdão que o aumento de capital era, de tudo, “imprescindível”. Nesse ponto, entretanto, a turma julgadora não se deu conta que acabou avançando justamente para examinar o teor da decisão tomada pelo administrador, fazendo ponderações de mérito.

Assim, diante da justificativa para o aumento de capital e da inadequação da figura do exercício abusivo, a turma, por unanimidade, negou provimento ao recurso.

A conclusão exarada nesse aresto do STJ, contudo, é paradoxal. A despeito de a BJR ter sido suscitada para justificar a não intervenção do judiciário, a conduta foi detalhadamente analisada no mérito.

A aplicação da BJR é importante justamente em um caso que a conduta do administrador se revele prescindível. O acerto ou o erro do ato de gestão não deve ser perquirido para fins de responsabilização.

Assim, em posição similar à estampada pelo TJSP no julgamento da Apelação Cível, proc. n. 1002546-43.2015.8.26.0565, o STJ consignou o entendimento de que a regra poderia ser aplicada em face de decisões negociais tomadas por acionista controlador, o que, conforme já se assentou, não parece ser a aplicação mais correta.

#### **4.4.3 *Supremo Tribunal Federal (STF)***

Por fim, na corte mais alta da pirâmide hierárquica do país, a pesquisa logrou encontrar 1 acórdão que expressamente fez menção à BJR<sup>264</sup>.

---

<sup>264</sup> STF – Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 5.942, Rel. Min. Marco Aurélio, j. 13/10/2020.

Trata-se de Ação Direta de Inconstitucionalidade em que o Partido dos Trabalhadores questionou o teor do Decreto 9.355/2018, editado pelo Presidente da República, com o escopo de regulamentar o procedimento especial para a cessão de direitos de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo pela *Petróleo Brasileiro S.A.*

O demandante alegou que a regulamentação do tema via decreto ofende o princípio da reserva legal e a própria competência do Congresso Nacional para determinar as normas gerais de licitações; implica também em abuso do poder de regulamentar; e cria hipótese de dispensa de licitação que não constava prevista em lei.

Segundo argumenta, o referido decreto violaria frontalmente o disposto no artigo 173, §1º, III da Constituição Federal, que atribui ao legislador o poder de regulamentação do estatuto dessas empresas, inclusive no tocante a licitações e contratos.

Iniciado o julgamento sob relatoria do ministro Marco Aurélio, o ministro Luiz Fux inaugurou a divergência para julgar improcedente o pedido formulado na inicial.

No entendimento de Fux, o decreto editado é ato normativo de caráter secundário, uma vez que as disposições acerca da cessão de direitos e obrigações relativas ao contrato de partilha de produção da Petrobrás já constam regulamentadas por lei, assim, descabido figurar como objeto da ação direta de inconstitucionalidade.

Além disso, assentou o Ministro que o decreto não criou hipótese de dispensa de licitação, conquanto essa falta de obrigatoriedade também já havia sido conferida por lei, por se tratar de prática comum no setor e que aumenta o dinamismo e responsividade das relações de mercado.

Avançando a análise, o voto passou a apurar eventuais excessos contidos no decreto, tais como abusos de poder ou possíveis violações aos princípios da moralidade, impessoalidade e eficiência.

Nessa passagem, deduziu que, ao alienar ativos, inclusive como forma de se capitalizar ou atrair investimentos em outras áreas de atuação, a empresa estatal não dispõe das finalidades públicas que nortearam a sua criação.

Na verdade, o ministro esclarece que a cessão de ativos é medida gerencial ínsita ao próprio exercício da atividade econômica da companhia, que deve ser tomada nos termos do que estabelecem os mecanismos de planejamento e de controle interno das sociedades.

Nessa perspectiva, o decreto prestigia a faceta empresarial das estatais, evitando os desincentivos à atividade negocial ou a aquisição de novos investimentos, justamente em razão da dificuldade de posteriormente se desvencilhar do referido ativo.

Exatamente nesse ponto, o ministro Luiz Fux coloca luz sobre a BJR, apontando que a sua referência no julgamento do caso se faz necessária porque estabelece proteção às escolhas societárias contra a interferência judicial.

Na passagem, o ministro, inclusive, utiliza como fundamento excerto do precedente *Aronson vs. Lewis*, citando-o em tradução livre, confira-se:

Torna-se válida a referência, neste ponto, à chamada teoria da *business judgment rule*, enquanto *standard* de autocontenção judicial no julgamento de escolhas societárias. Como assentado pela Suprema Corte norte americana, no caso *Aronson vs. Lewis*, há “*uma presunção de que, ao tomar uma decisão comercial, os diretores de uma corporação agiram com base em informações, de boa fé e na crença sincera de que a ação tomada era do melhor interesse da empresa* (tradução livre. 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

O voto estabelece, portanto, que a cessão dos contratos da Petrobrás é matéria de ordem gerencial e que deve estar à salvo da reavaliação judicial.

Diante dos argumentos esposados pelo voto, a maioria dos ministros seguiu a divergência aberta por Luiz Fux para julgar improcedente o pedido formulado na ação, restando vencidos os ministros Marco Aurélio, Edson Fachin, Rosa Weber, Ricardo Lewandowski e Cármen Lúcia.

Com o resultado obtido no julgamento, nos limites do presente trabalho, verifica-se que o STF aplicou a BJR nos mesmos termos da regra estado-unidense e de maneira condizente com o ordenamento jurídico brasileiro, tanto no âmbito do direito privado quanto no âmbito do direito público, limitando a intervenção na gestão das estatais.



## 5 CASOS DE EXCEÇÃO OU ATENUAÇÃO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Com o desenvolvimento e recorrência da aplicação da regra especialmente perante a CVM, passou a se consolidar pela autarquia o entendimento cada vez mais sofisticado para a utilização da regra de proteção aos administradores.

Com efeito, a jurisprudência formatou espécies de limitadores à aplicação da BJR, os quais se alinham com precedentes das Cortes de Delaware. A depender de certas peculiaridades, o caso pode reunir circunstâncias para afastar ou, pelo menos, atenuar a aplicação da BJR.

É importante, contudo, a ressalva de que, mesmo nos casos em que o comportamento dos administradores não encontra mais proteção da BJR, o reconhecimento da ilicitude não é automático. A mudança recai sobre o detalhamento e nível de escrutínio da análise, ou seja, se a BJR for afastada, o intérprete analisará o contexto fático, o mérito e (principalmente) os resultados derivados da deliberação.

Nos limites desta pesquisa, foram vislumbrados quatro distintos casos na jurisprudência da CVM que influenciam a proteção da BJR, quais sejam: (i) operações com partes interessadas; (ii) decisões fiscalizatórias, desprovidas de cunho negocial; (iii) casos de abuso de discricionariedade e (iv) atuação diante de alertas emitidos em pareceres técnicos prévios (*red flags*).

### 5.1 Operações com partes interessadas e a *Entire Fairness Doctrine*

A primeira das limitações quanto à utilização da BJR diz respeito às operações em que a companhia celebra negócios por meio de partes interessadas.

Na visão americana, o interesse pessoal dos administradores em determinada operação da companhia é, na verdade, uma limitação ao exercício do próprio dever de lealdade.

Uma vez verificado que há interesse pessoal do administrador, há um consenso de que seu julgamento e capacidade de avaliação estarão comprometidos para o processo de tomada de decisão<sup>265</sup>.

A persecução do melhor interesse da companhia cede lugar ao interesse pessoal do agente e nessas circunstâncias cumpre ao administrador demonstrar que a transação foi legal e economicamente benéfica à companhia. É o que se convencionou denominar de doutrina da *entire fairness*<sup>266</sup>.

Nesses casos, é do agente o ônus de convencer os julgadores que a operação, apesar de estar em linha com os interesses próprios do administrado, teve saldo benéfico e convergente com o melhor interesse da companhia. Nessa hipótese, a operação será tida como justa e a atuação dos administradores em concordância com os deveres fiduciários, afastando, assim, a sua responsabilização.

Analisando a questão sobre a perspectiva da boa-fé, a teor do entendimento esposado pela ALI *Principles* acerca dos conceitos fundamentais da BJR, é possível identificar na seção 4.01(c) que o administrador age de boa-fé quando a sua conduta preenche alguns requisitos, dentre eles, a falta de interesse na decisão negocial e a racionalidade de estar agindo no melhor interesse da companhia.

No julgamento do caso *Cinerama, Inc. vs. Technicolor, Inc.*, esse entendimento foi consolidado, especificamente quando se assentou que a independência e o desinteresse do administrador são condicionantes para o uso da BJR<sup>267</sup>: “*If the board is financially interested in the transaction, the appropriate form of judicial review is to place upon the board the burden to establish the entire fairness of the transaction*”<sup>268</sup>

Neste sentido, se restar demonstrada a ocorrência de interesse próprio do administrador, não se justifica a aplicação da BJR<sup>269</sup>.

---

<sup>265</sup> ARSHT, Samuel. The Business Judgment Rule Revisited. *Hofstra Law Review*, Hempstead, v. 8, article 6, 1979. p. 115.

<sup>266</sup> KLEIN, William; COFFEE Jr., John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010. p. 162/163.

<sup>267</sup> *Cinerama, Inc. vs. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995).

<sup>268</sup> Tradução livre: “se o conselho de administração estiver financeiramente interessado na transação, a maneira apropriada de revisão de revisão judicial é imputar ao conselho o ônus de demonstrar o racional de justiça da operação.”.

<sup>269</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. *Law of Corporate Officers and Directors: Rights, Duties and Liabilities*. Minnesota: West, 1999. p. 25.

Assim, até que se prove a validade do ato por meio da *entire fairness*, o interesse pessoal do agente impede a identificação da boa-fé subjetiva da conduta, o que, ofende um dos critérios fundamentais à aplicação da BJR: o exercício do dever de lealdade<sup>270</sup>.

A despeito deste raciocínio acerca da aplicação da BJR, há que se ponderar que não existe na doutrina americana qualquer presunção específica no sentido de que a BJR não pode ser aplicada nos casos de *self-dealing*. Em todas as hipóteses, é preciso que a atuação interessada dos administradores seja demonstrada pelo autor da demanda<sup>271</sup>.

Na verdade, nos estatutos mais recentes, consta o procedimento para “higienizar” as transações entre os administradores e a companhia (em tradução livre de *sanatize*). Tipicamente, os estatutos criam as chamadas cláusulas porto seguro, pelas quais uma transação interessada não será nula se aprovada por outros administradores não interessados e com conhecimento específico acerca do pretense conflito, aprovadas por acionistas, ou aprovadas em tribunal<sup>272</sup>.

As disposições estatutárias não previnem a transação de ser questionada ou invalidada pelo tribunal, de toda forma, estabelecem quase que uma cartilha a ser seguida antes da decisão ser propriamente desafiada.

Nesses casos, em sendo identificado o conflito de interesses mediante o recebimento pelo agente de algum valor oriundo da transação, ou com a prova de que o administrador figurou nos dois lados da transação (como parte e como presentante da companhia), a aplicação da BJR será afetada.

Por afetada se entende que a sua aplicação será mais detidamente avaliada, e não propriamente afastada. Isso porque, em razão da natureza colegiada do conselho de administração, firmou-se o entendimento que a simples participação de administrador interessado na decisão não afasta, de plano, a BJR. Se restar demonstrado que a maioria dos conselheiros atuava de maneira desinteressada, a BJR ainda pode ser aplicável<sup>273</sup>.

---

<sup>270</sup> EISENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate the Directors and Officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, 1989. p. 959.

<sup>271</sup> ARSHT, Samuel. The Business Judgment Rule Revisited. *Hofstra Law Review*, Hempstead, v. 8, article 6, 1979. p. 116.

<sup>272</sup> KLEIN, William; COFFEE Jr., John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010. p. 163.

<sup>273</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Para fins de incorporar o racional norte-americano ao brasileiro, de plano, é preciso identificar o tratamento conferido em território nacional às operações com partes relacionadas.

No âmbito da administração, a matéria vem regulada pela Lei das S/A nos artigos 154 (que trata do dever dos administradores de exercer suas atribuições no interesse da companhia); 155 (dever de lealdade dos administradores); e 156 (que trata sobre o conflito de interesses dos administradores).

Muito embora as disposições vedem a atuação do administrador em conflito aos interesses da companhia, não se pode concluir que as operações com partes relacionadas são proibidas pelo ordenamento, até porque, não é possível se presumir a existência de conflito de interesses<sup>274</sup>.

Com o advento da Lei n. 11.638/2007, entretanto, o Brasil passou a integrar o grupo de países que adotam as normas internacionais de contabilidade, cujo objetivo é unificar a troca de informações empresariais de forma globalizada. Naquele momento, diversas normas contábeis foram introduzidas ao sistema, dentre elas, o Pronunciamento Técnico CPC n. 5 que trata justamente da Divulgação sobre Partes Relacionadas.

Em síntese, o CPC n. 5 visa assegurar que as demonstrações contábeis da companhia contenham informações suficientes a chamar a atenção dos acionistas para a possibilidade de que os resultados possam estar sendo afetados ante a existência de operações entre partes relacionadas.

O alcance da norma contábil é de determinar quais as informações devem ser divulgadas pela companhia, o que inclui o saldo das transações supostamente interessadas e a relação detida entre as partes.

O conceito específico de parte relacionada foi definido por meio de um rol exemplificativo de situações como operações entre membros de uma mesma família ou pessoa próxima que tem relação com a companhia ou com a administração que está divulgando informações; entidades que são membros do mesmo grupo econômico, companhias coligadas, controladas etc.

---

<sup>274</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflito de interesses entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 51, p. 29-32, jul./set. 1983. p. 30.

A CVM incorporou esse regramento à Instrução n. 480/09, determinando que as transações efetivadas em situação de potencial conflito de interesses deve ser reportadas pelas companhias abertas em até 7 dias, e de acordo com as regras contábeis.

De plano, infere-se que as ditas operações não são vedadas pela legislação brasileira, mas sobre elas é sempre colocada uma lente de aumento para assegurar que os *stakeholders* tenham conhecimento suficiente da transação.

A fim de orientar o mercado, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) também tratou de dispor sobre a matéria, orientando que o conselho de administração a zelar para que as operações entre partes relacionadas sejam conduzidas dentro de todos os parâmetros de mercado, tais como preço, prazo, garantias e condições gerais e, ainda sim, que os conselheiros devem solicitar à diretoria alternativas de mercado para evitar essas espécies de transação, ante aos fatores de risco nela envolvidos<sup>275</sup>.

No mesmo sentido das disposições estatutárias americanas, o IBGC também recomendou que os estatutos disponham que as transações devem ser aprovadas pelo conselho de administração, sempre que possível embasadas por laudos de avaliação independentes, e os empréstimos entre companhia e controlador devem ser proibidos<sup>276</sup>.

No que se refere à aplicação da BJR no contexto dessas transações, a posição brasileira parece ser correspondente à dos tribunais americanos, no entanto, ainda enfrenta certa instabilidade entre as diferenças instâncias julgadoras, a exemplo do que ocorreu no caso da companhia *Brasil Telecom*<sup>277</sup>.

O escopo do processo sancionador era a responsabilização do administrador por violação ao dever de diligência quando aprovou operação de empréstimo vultoso efetivado em favor de empresa controlada no exterior, sem a devida análise de crédito da mutuária ou a prestação de qualquer garantia, o que, segundo alega a fiscalização, teria exposto a companhia a um risco excessivo.

---

<sup>275</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 98.

<sup>276</sup> *Ibid.*, p. 98.

<sup>277</sup> CVM – PAS 02/2008, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 05/03/13.

Em julgamento de primeira instância, a CVM entendeu por bem aplicar a BJR, consignando que não houve violação ao dever de diligência haja vista a decisão ter sido tomada de maneira informada e de forma a respeitar todas as instâncias decisórias da companhia, que tiveram acesso à integralidade da documentação<sup>278</sup>.

Em sede recursal, entretanto, em sentido absolutamente contrário, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) afastou veementemente o argumento da BJR e determinou a condenação do administrador<sup>279</sup>.

No entendimento do relator, o simples fato de estar configurada a realização de negócios entre partes relacionadas, envolvendo administradores não independentes, por si só, exclui a possibilidade de proteção pela BJR.

Além disso, na visão do julgador, é indefensável que os administradores possam ter razoavelmente acreditado que a operação de mútuo sem garantia atendesse ao melhor interesse da companhia<sup>280</sup>.

Especialmente quanto à informação do processo decisório, ponderou o CRSFN que a própria concepção do que seria uma decisão informada, aos olhos da CVM, foi insatisfatória na medida que não considerou o critério da oportunidade, quesito basilar para a reflexão e justificção das decisões informadas<sup>281</sup>.

Nesse sentido, para que fosse afastada a violação ao dever de diligência, a operação eivada de conflito de interesses deveria passar pelo teste da *entire fairness*, para fins de constatar se a operação foi celebrada de forma equitativa, mediante negociação justa e preço justo.

Para o relator, a negociação justa deve incluir aspectos capazes de afastar os problemas causados pelo próprio conflito, tal como o escrutínio e aprovação do conselho de administração e talvez dos próprios acionistas. Em seu lugar, entretanto, a companhia sequer conferiu publicidade à transação, o que reforçou o entendimento de que a negociação não atenderia ao critério de negociação justa<sup>282</sup>.

---

<sup>278</sup> CVM – PAS 02/2008, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 05/03/13, p. 21.

<sup>279</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018.

<sup>280</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018, p. 19.

<sup>281</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018, p. 19.

<sup>282</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018, p. 19.

O segundo julgador apresentou voto divergente do relator, entendendo que a operação de mútuo estava de acordo com os padrões de mercado<sup>283</sup>.

O terceiro conselheiro acompanhou o relator, no entanto, fundou-se em argumentos distintos. No seu sentir, o empréstimo poderia ser convertido em ações de capital, o que revela o caráter atípico do negócio e, *per se*, deveria ensejar uma melhor avaliação. Afinal, tratando-se de possível operação de aquisição de participação societária relevante, deveria ter passado pelo crivo do conselho de administração, inclusive porque, essa aquisição poderia ser vedada no âmbito regulatório, o que lhe pareceu demonstrar a ausência de diligência do administrador<sup>284</sup>.

Assim, por maioria de votos, afastada a aplicação da BJR, o administrador foi responsabilizado por faltar ao dever de diligência na condução dos negócios sociais.

Infere-se, pois, que, nas operações com partes relacionadas, a verificação do cumprimento dos deveres de diligência e lealdade para a tomada das decisões negociais passam a ser critérios de testagem mais invasiva, e que buscam, por fim, o consentimento de terceiros não interessados, exatamente como prevê a doutrina americana e o código de boas práticas do IBGC.

No que se refere especificamente à necessidade do consentimento de terceiros desinteressados na tomada de decisões com partes relacionadas, a CVM parece ter assentado entendimento unívoco e que está em linha com o entendimento esposado pela jurisprudência americana.

No julgamento dos casos *Electro Aço Altona S/A*<sup>285</sup> e *HRT Participações em Petróleo S/A*<sup>286</sup>, processos cujo objeto tocava à atuação do conselho na fixação de remuneração de seus próprios membros, a CVM estabeleceu que todos os participantes da decisão deveriam ser julgados sobre um mesmo critério, seja o da BJR ou da *entire fairness*.

Em se tratando de uma decisão cuja formação se deu por maioria de votos de administradores desinteressados, é possível a proteção da BJR, a despeito do benefício particular experimentado pelos conselheiros “interessados”.

---

<sup>283</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018, p. 25.

<sup>284</sup> CRSFN – Proc. 10372.000141/2016-23, Rel. Carlos Pagano Portugal Gouvêa, j. 06/09/2018, p. 28.

<sup>285</sup> CVM – PAS 2011/5211, Rel. Pablo Rentería, j. 1/07/2015.

<sup>286</sup> CVM – PAS 2013/11703, Rel. Gustavo Borba, j. 31/07/2018.

Por outro lado, na hipótese de que o quórum da decisão seja formado por maioria de conselheiros “interessados”, segundo a aplicação da *entire fairness* haverá o escrutínio maior de todos os membros do conselho, alguns dos quais (os desinteressados) que poderiam ter se beneficiado pela BJR.

Por conseguinte, no entendimento da CVM, aplica-se o mesmo racional para os membros do conselho. Pela lógica da doutrina de *entire fairness*, a BJR até poderia ser aplicada quando a maioria do conselho for desinteressada, mas se prevalecer conselheiros como interesses particulares para a tomada de uma certa decisão, impõe-se uma investigação sobre o mérito da decisão que somente deverá prevalecer se for evidentemente benéfica para a companhia.

De certa forma, pode-se concluir que, em respeito à lógica da *entire fairness*, decisões que atendam, a um só tempo, o interesse próprio dos administradores e da companhia não devem ser reputadas ilícitas de plano. Contudo, elas não podem ser escudadas na BJR. Deve-se, então, elevar o nível de escrutínio para compreender o contexto da tomada de decisão, inclusive apreciando os resultados obtidos.

Como já assentado no presente, tal intromissão nos casos de interesse próprio dos administradores é contrário ao corolário da BJR. A regra salvaguarda os administradores de responsabilidade se certa deliberação não obtiver os resultados que eram esperados.

## **5.2 Decisões fiscalizatórias**

A segunda das limitações quanto ao uso da BJR concerne às decisões de cunho eminentemente fiscalizatório, que incluem o dever de constituição de sistemas de controle e gestão das companhias.

Essa limitação advém das diversas categorias que ao longo do tempo passaram a compor o conceito de dever de diligência.

A teor do que consta no artigo 153 da Lei das S/A, o administrador da companhia deve exercer as suas funções com o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar em seus negócios.



Infere-se do referido dispositivo a intenção do legislador em atribuir ao dever de diligência regra de caráter amplo, que tem por pressuposto norteador a utilização de método comparativo entre a conduta do agente que se está avaliando e aquela que se entende como a mais correta ou a mais recorrente entre seus pares.

A vagueza e amplitude do mandamento foram recepcionadas pela doutrina como princípio geral de direito, que atua como meio de integração e interpretação de todos os demais deveres dos administradores<sup>287</sup>.

Nesse sentido, buscando a sua melhor compreensão, alguns esforços dogmáticos foram envidados para identificar os elementos fundamentais que compõem o dever de diligência à luz do sistema, tais como dever de vigilância, de se informar, investigar, intervir, participar etc.

Em artigo dedicado ao estudo do dever de diligência, Otávio Yazbek realizou uma compilação das relevantes representações doutrinárias acerca do tema, para concluir que o esforço em atribuir concretude à previsão do artigo 153 da Lei das S/A, a partir da subdivisão do dever de diligência em diversas espécies de categorias, foi necessária para que, contemporaneamente, o dever de diligência ganhasse novas feições e tivesse seu estudo aprofundado<sup>288</sup>.

No entanto, no entendimento de Yazbek, se o legislador previu o artigo 153 da Lei das S/A como regra ampla, tinha por objetivo que esse dever fosse mutável no curso do tempo. Nesse sentido, compartimentar a diligência em espécies de obrigações específicas pode trazer alguns riscos, pois, levados às últimas consequências, o conteúdo dessa tipologia se apresenta como categorias estanques, pouco flexíveis e pouco capazes de corresponder à evolução das práticas de mercado<sup>289</sup>.

A premente necessidade de evolução do conceito é tratada no aludido artigo justamente com foco no dever de fiscalização dos administradores. Para Yazbek, o reconhecimento pela doutrina do caráter “mais sintético” do dever de monitoramento da

---

<sup>287</sup> PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 1.

<sup>288</sup> YAZBEK, Otavio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Fernando Martins (coord.). *Temas essenciais de direito empresarial, estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Luiz São Paulo: Saraiva, 2012. p. 950.

<sup>289</sup> *Ibid.*, p. 956.

administração deixa de considerar, de forma sistemática, o importante papel dos sistemas de controle interno<sup>290</sup>, atribuindo a essas estruturas um papel secundário<sup>291</sup>.

Nos Estados Unidos, a ideia de criação de controles internos para auxiliar os administradores no cumprimento dos seus deveres de supervisão começou a tomar corpo no julgamento do caso *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*<sup>292</sup>.

A chamada *derivative action* tinha por objeto avaliar a responsabilidade do conselho de administração da companhia por falhas no cumprimento do dever de supervisão dos seus empregados que, durante longo período, descumpriram regulamentações legais que culminaram no pagamento de significativas indenizações.

Em sede do julgamento do caso, restou decidido pela Corte de Delaware que o conselho de administração não fiscaliza os atos de todos os funcionários, e sequer tem competência para tanto. No entanto, mesmo diante da ausência de alertas (ou *red flags*), os administradores têm o dever de assegurar à companhia um mecanismo próprio para o controle e reporte das informações, a fim de que possam tomar conhecimento, por exemplo, de infringências legais cometidas por profissionais de um determinado departamento.

A questão ganhou complexidade quando no mesmo caso *Caremark* o dever de fiscalização foi analisado mediante avaliação da necessidade de implantação de sistemas internos, e sua adequação ao ambiente da companhia, hipótese na qual não apenas o procedimento adotado para a implantação do controle seria examinado, como também a sua qualidade.

Essa, entretanto, é avaliação perigosa e que deve ser realizada com máxima cautela, afinal, coloca-se sob análise a possibilidade de se reavaliar o mérito e a decorrência dos atos gerenciais, em sentido justamente contrário à proteção da BJR.

Diante do receio da Corte de Delaware de estabelecer hipótese de responsabilização calcada no resultado da conduta dos agentes, adveio a decisão do caso *In re Citigroup Inc.*

---

<sup>290</sup> YAZBEK, Otavio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Fernando Martins (coord.). *Temas essenciais de direito empresarial, estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Luiz São Paulo: Saraiva, 2012. p. 955.

<sup>291</sup> *Ibid.*, p. 956.

<sup>292</sup> *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A2d 959 (Del. Ch. 1996).

*Shareholder Derivative Litigation*<sup>293</sup>, cujo contexto foi a crise financeira derivada do excesso de crédito imobiliário despejado no mercado norte-americano.

No caso *Citigroup*, os acionistas do banco demandaram ação em face do conselho de administração arguindo falha no dever de monitoramento quanto à exposição do crédito garantido por hipotecas *subprime*, cujo risco de inadimplemento era demasiado. A Corte de Delaware optou por rejeitar a demanda, consignando que o dano era espécie de risco atinente ao negócio e qualquer julgamento em sentido diverso poderia abrir margem à reavaliação de decisões dos administradores.

No mesmo sentido, foi julgado o caso *In re Goldman Sachs Group Inc. Shareholder Litigation*<sup>294</sup>, que também tinha por objeto o colapso do mercado norte-americano com os créditos imobiliários.

Ambos os precedentes foram duramente criticados<sup>295</sup>, pois cancelaram a tomada de risco excessiva por parte das companhias e deixaram de responsabilizar os administradores pelo dever nuclear da diligência: o dever de fiscalizar.

Na verdade, o grande equívoco das decisões foi ter deslocado a discussão para a quantidade de risco em comparação à álea da operação. Na esteira do que afirmam Paulo Vieira e Lucas Hermeto<sup>296</sup> sobre a doutrina das *red flags*, o exame do dever de fiscalização deve ser estritamente procedimental. Pouco importa, em uma análise *a posteriori*, se a decisão foi ou não excessivamente arriscada. O fator mais relevante é perquirir se haviam sido instalados mecanismos para emissão de alertas. A administração deve antes zelar por uma eficiente possibilidade de emissão de alertas e não, necessariamente, pelo risco de cada deliberação.

No Brasil, entretanto, a matéria parece estar mais coesa por parte da jurisprudência que vem se firmando nos domínios da CVM. Recorrentes são as decisões que avaliam o dever de diligência sob dois aspectos, as decisões de cunho negocial, nas quais apenas o procedimento

---

<sup>293</sup> *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation* 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

<sup>294</sup> *In re Goldman Sachs Group Inc. Shareholder Litigation*, WL 4826104 (Del. Ch. Oct. 12, 2011).

<sup>295</sup> HILL, Claire A; MCDONELL, Brett H. Reconsidering Board Oversight Duties After The Financial Crisis. *University of Illinois Law Review*, Champaign, n. 3, p. 859-880, 2013.

<sup>296</sup> VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. *In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2, p. 217.

para a tomada de decisão é considerado; e o dever de monitoramento das atividades sociais por parte dos administradores<sup>297</sup>.

Assim, de um lado, compete aos administradores a tomada de decisões desinteressadas, informadas e de boa-fé, e, de outro lado, o supervisionamento das diretorias enquanto responsáveis por garantir a implementação das políticas internas da companhia. Essa divisão é justamente a que determina a aplicação (ou não) da BJR, afinal, ao caráter supervisorio do dever de diligência carece o elemento central necessário para o teste da BJR: *as decisões tipicamente negociais*.

Consistem, na essência, de ações voltadas ao monitoramento das atividades sociais, com a implementação de estruturas adequadas de gestão e controle, das quais não deriva necessariamente uma decisão de negócios, mas sim o dever de investigar.

Essa investigação, inclusive, impõe aos administradores a análise crítica das informações que lhes são disponibilizadas, ponderando, então, se devem ser complementadas<sup>298</sup>.

Sobre esse aspecto, Ivo Waisberg aduz que muitas vezes o comparativo do homem médio não satisfaz em relação a pessoas débeis, assim, enquanto os administradores são profissionais com aptidões para o desempenho do cargo, devem estar sujeitos a um critério mais rigoroso de avaliação da sua especialidade<sup>299</sup>.

Esse é justamente o racional que parece ter sido adotado pela CVM. No julgamento do já mencionado célebre caso *Sadia S/A*<sup>300</sup>, a questão que se estabeleceu como objeto central de análise não dizia respeito à decisão comercial acerca do nível de risco adequado a ser tomado pela companhia nas operações com derivativos, e sim na diligência empreendida pelos administradores na adoção e monitoramento dos sistemas efetivos de controle.

No entendimento da CVM, aos conselheiros cumpria a prudência de verificar se os sistemas internos eram eficazes a garantir o cumprimento das políticas de risco estabelecidas pela companhia.

---

<sup>297</sup> CVM – PAS 24/2006, Rel. Otávio Yazbek, j. 18/02/2013.

<sup>298</sup> CVM – PAS 18/2008, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14/12/2010.

<sup>299</sup> WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais: regimes especiais: intervenção, liquidação extrajudicial e regime de administração especial temporária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 88.

<sup>300</sup> CVM – PAS 18/2008, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14/12/2010.

Em diversas passagens, o voto condutor indicou que o sistema interno adotado não era eficiente para limitar as operações de *hedge* com adequação, bem como que antes do colapso de 2008 o sistema alertou o desenquadramento do risco tomado e que essa informação não foi transformada em ação por parte da diretoria executiva, como forma a corrigir a margem de exposição.

Foi, então, imputada responsabilidade a cada um dos diretores vinculados a área financeira, bem como ao conselho de administração que, além de fazer parte de comitês de auditoria, também receberam relatórios nos quais a exposição cambial da companhia estaria bastante evidenciada, e, mesmo assim, não agiram.

Alguns anos depois, no julgamento do caso em que se avaliou a responsabilidade do diretor superintendente da *Telemig S/A*, diante da ausência de comprovação da efetiva prestação de serviços de marketing que haviam sido faturados, a CVM manteve a orientação<sup>301</sup>.

No mérito, um dos pilares da defesa foi a proteção conferida pela BJR, conquanto a supervisão do setor de marketing tenha sido conduzida pelo acusado de maneira informada, refletida e desinteressada.

O relator, entretanto, aduziu no voto condutor que a busca pela proteção da BJR desconsidera características importantes do dever de diligência norte-americano, notadamente as suas duas naturezas, a de cunho negocial, sujeita ao teste da BJR, e as de natureza fiscalizatória, que estão sujeitas a uma análise de razoabilidade e adequação.

Nesse caso, destacou o relator que o dever de constituir controles internos adequados não se confunde com a tomada de decisões protegidas plena BJR. Assim, é uma impropriedade resumir o dever de diligência às decisões negociais, desconsiderando toda a dimensão da diligência que é voltada à supervisão das atividades, sob a qual, não se aplicam os mesmos parâmetros de avaliação.

Esclareceu, ainda, que não se estava negando a aplicação da BJR pelo sistema brasileiro, mas afastando a sua incidência no âmbito de avaliação de decisões organizacionais de outra ordem, quais sejam se os procedimentos internos atribuíram razoável segurança para as atividades da companhia.

---

<sup>301</sup> CVM – PAS 24/2006, Rel. Otávio Yazbek, j. 18/02/2013.

Discorrendo sob aspectos específicos do caso, o voto constatou que a existência de um sistema de escalonamento de alçadas para a aprovação de notas fiscais, por si, não poderia afastar a responsabilidade do dirigente, pois, em hipótese alguma, um procedimento que dependa exclusivamente da diligência e lealdade das pessoas envolvidas pode ser considerado apto para fins de gestão.

Contudo, sopesando os argumentos trazidos pela fiscalização, o relator concluiu que dentre a gama de notas fiscais avaliadas apenas uma delas apresentou incompatibilidade relevante. Nesse caso, imputar responsabilidade ao diretor diante de tão baixa ocorrência dos problemas não pareceu ser acertado.

Aliado a isso, o relatório de auditoria interna realizado no curso da gestão não apontou nenhum problema relevante, o que fortaleceu o entendimento da autarquia para isentar o acusado de responsabilidade.

Quase dez anos depois, a dicotomia entre o dever de diligência sob o aspecto negocial e fiscalizatório seguiu orientando as decisões da CVM.

Em julgamento recente, no qual se avaliou a responsabilidade do conselho de administração da *Klabin S/A*, acerca da conveniência da manutenção de contrato de licenciamento celebrado pela companhia com partes relacionadas, mais uma vez, foi constatada as duas naturezas do dever de diligência, quais sejam negociais e fiscalizatórias<sup>302</sup>.

No voto, o relator consignou que essa diferenciação não é apenas teórica, pois alcança efeitos práticos. Afinal, nas decisões de conteúdo negocial o teste da BJR obsta a sindicância do mérito, ao passo que as falhas de monitoramento não podem ser protegidas pela mesma regra.

Em que pese a acusação ter sustentado que teria havido uma decisão ou uma sequência contínua de decisões dos conselheiros pela manutenção do contrato de licenciamento, no entendimento do relator, o caso não tinha por objeto a análise de uma deliberação específica, e sim a proposição de responsabilidade dos membros do conselho de administração por falta de ação em situação que supostamente reclamava atenção.

---

<sup>302</sup> CVM – PAS SEI n. 19957.009118/2019-41, Rel. Marcelo Barbosa, j. 24/05/2022.

No entendimento do relator, considerando que o caso não tinha como objeto a análise de uma deliberação, mas a verificação da sua omissão no âmbito fiscalizatório, era inaplicável o teste da BJR.

Em outras palavras, a atuação dos conselheiros deveria ser avaliada no âmbito da sua adequação e razoabilidade à luz das suas atribuições enquanto fiscais do interesse da companhia.

A despeito da inaplicabilidade da BJR, sopesando a condução dos conselheiros durante o processo de renovação contratual e a ausência de elementos objetivos por parte da fiscalização, todos os acusados foram absolvidos, uma vez que não ficou demonstrada a falha de monitoramento no exercício de suas funções.

Conforme se infere, parece ter se estabelecido entendimento consolidado acerca da vertente fiscalizatória das decisões dos administradores e que, por ausência do elemento *negocial*, não atraem a tutela da BJR.

Assim, o amparo da BJR é afastado não só nas hipóteses em que se observam interesses privativos dos administradores, mas também nos casos de decisões meramente fiscalizatórias, sem cunho substancialmente negocial.

### **5.3 Abuso de discricionariedade**

Já a terceira das limitações atinentes ao uso da BJR se centra no abuso de discricionariedade. As decisões absolutamente irrazoáveis ou irracionais não devem ser protegidas pela BJR, sob pena de se privilegiar a exorbitância na atuação dos administradores.

A questão promove certo grau de complexidade, pois o requisito de racionalidade facilmente pode se tornar uma ponderação acerca da razoabilidade da decisão, o que demandaria uma reinterpretação subjetiva da atuação do administrador.

É certo que as decisões que não têm qualquer traço de racionalidade contribuem, essencialmente, para o desperdício de recursos da companhia. É necessário, todavia, analisar tidas ocorrências com cautela, pois, sob a óptica da BJR, o administrador não deve ser responsabilizado pelo resultado do negócio, apenas pela falha na sua conduta.

Sob a perspectiva do Direito Italiano, Franco Bonelli dispõe que os erros de gestão não são suficientes para afirmar a responsabilidade dos administradores. Apenas e tão somente quando verificados os indícios de violação dos deveres de diligência é que a ação está sujeita ao julgamento do intérprete<sup>303</sup>.

O autor chama a atenção para o fato de que o juízo de incapacidade ou inadequação da gestão das companhias não é passível de responsabilidade. Sem prejuízo de imputação da responsabilidade, deve-se buscar, essencialmente, a violação das obrigações de administração, deixando-se de lado o resultado da conduta<sup>304</sup>.

De certo, a reavaliação dos atos de gestão está permeada por grande incerteza e, frequentemente, penaliza operações inovadoras apenas pelo fato de não serem usuais.

Para Bonelli, entretanto, a total irracionalidade do ato poderia configurar a presunção necessária à responsabilização<sup>305</sup>.

No Direito Português, José Ferreira Gomes estabelece posição levemente destoante, deduzindo que não se pode esvaziar completamente a dimensão substantiva dos atos do administrador, devendo-se reconhecer que existe racionalidade quando o resultado da conduta é adequadamente almejado<sup>306</sup>.

Isto é, importa saber se no *iter* da decisão foram ponderadas todas as alternativas disponíveis, os riscos, as vantagens ou se a conduta se pautou apenas pelo instinto, o que, enseja a sindicância do mérito das decisões, ainda que de forma limitada<sup>307</sup>.

A posição de Gomes é resultado das suas convicções acerca do conceito de discricionariedade, elemento que decorre exclusivamente do ordenamento jurídico, de modo que a sua maior ou menor extensão depende da regulação que o legislador atribuiu ao dever de diligência específico<sup>308</sup>.

---

<sup>303</sup> BONELLI, Franco. *La Responsabilità Degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Giuffrè, 1992. p. 162/163.

<sup>304</sup> *Ibid.*, p. 74/76.

<sup>305</sup> *Ibid.*, p. 68.

<sup>306</sup> GOMES, José Ferreira. *Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 910.

<sup>307</sup> *Ibid.*, p. 912/914.

<sup>308</sup> *Ibid.*, p. 817/819.



Nesse sentido, admitindo que a discricionariedade estaria delimitada por ambiente restrito e regulado, e que apenas dentro desse espaço não seria susceptível da reavaliação judicial<sup>309</sup>, as condutas tidas como irracionais não estariam à salvo do escrutínio (limitado) judicial.

Gomes, por outro lado, não deixa de reconhecer que em Portugal tem se firmado posição de que a racionalidade está vinculada à racionalidade econômica da empresa, ante a finalidade precípua da sociedade de obtenção de lucros. Nesse caso, o dever de tomar decisões não irracionais se equivaleria ao dever mínimo de atuação do administrador<sup>310</sup>.

No seu entendimento, entretanto, a despeito do racional econômico ser útil, ele não produz resultado relevante no sistema de responsabilidade português<sup>311</sup>.

Nos Estados Unidos, por sua vez, o viés econômico parece ser o elemento de ponderação principal, por decorrência da compreensão de que decisões irracionais devem ser responsabilizadas por meio de um teste objetivo de reavaliação.

O negócio será caracterizado irracional ou excessivamente dispendioso (*waste* - como se convencionou denominar na língua inglesa), quando a contrapartida recebida pela companhia for flagrantemente inadequada<sup>312</sup> e a decisão não possa ser atribuída a qualquer propósito negocial racional<sup>313</sup>.

Historicamente, a doutrina do *waste* tem suas raízes na teoria *ultra vires*, que visa, em última análise, proteger a companhia dos interesses alheios, sejam eles administradores, acionistas ou demais *stakeholders*<sup>314</sup>.

A compreensão acerca de quem deve ser privilegiado encontra respaldo no debate proposto por Douglas Baird e Todd Henderson acerca da finalidade perseguida pelos administradores em sua atuação sob a perspectiva da análise econômica do direito.

---

<sup>309</sup> GOMES, José Ferreira. *Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 817/819.

<sup>310</sup> *Ibid.*, p. 909.

<sup>311</sup> *Ibid.*, p. 909.

<sup>312</sup> BERGER, Renato. As ações derivadas nos Estados Unidos. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 264.

<sup>313</sup> *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 n.66 (Del. 2000).

<sup>314</sup> WELLS, Harwell. The Life (and Death) of Corporate Waste. *Washington and Lee Law Review*, Indianapolis, v. 74, n. 2, p. 1239-1292, 2017. p. 1244.

Para ambos os professores, admitindo-se que os deveres fiduciários devem ser satisfeitos em benefício da companhia, e não dos acionistas ou demais credores, a atuação gerencial que não vise a maximização dos recursos da companhia (“*duty to maximize the firm value*”) pode ser responsabilizada<sup>315</sup>.

Da avaliação casuística, Baird e Henderson colocam luz sobre o caso *Shlensky vs. Wrigley* que, conforme já mencionado, tinha por escopo avaliar a responsabilidade dos administradores que deixaram de implementar holofotes no estádio do *Chicago Cubs* sob o pretexto de prejuízo à comunidade vizinha<sup>316</sup>.

No entendimento dos referidos professores, a decisão dos administradores não poderia ter sido salvaguardada pela BJR, na medida em que não foi pautada pela maximização de valor à companhia, que deixou de faturar com a venda de ingressos para os jogos noturnos.

Nesse ponto, inclusive, Baird e Henderson tecem críticas à BJR quando utilizada para proteção de administradores que optam por decisões que privilegiam terceiros ou mesmos os próprios acionistas, em detrimento da companhia<sup>317</sup>.

Uma relevante recorrência da doutrina do *waste* também é verificada nos casos que se dedicam a avaliar os planos de remuneração e compensação de executivos (*severance packages*)<sup>318</sup>.

Durante extenso período, os tribunais verteram a sua análise apenas para o processo utilizado para a definição da remuneração dos executivos, desconsiderando, contudo, que o resultado que desses pacotes constituía flagrante desperdício de recursos sociais<sup>319</sup>.

O caso *Walt Disney*<sup>320</sup> é talvez a referência de maior visibilidade no contexto norte-americano. Conforme já explicado, a demanda tinha por escopo analisar a responsabilidade dos conselheiros acerca das exorbitantes verbas rescisórias incidentes sobre a demissão de seu diretor executivo, também pela perspectiva do desperdício de recursos sociais.

---

<sup>315</sup> BAIRD, Douglas G.; HENDERSON, M. Todd. Other People’s Money. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 60, n. 5, p. 1309-1344, 2008. p. 1321.

<sup>316</sup> *Shlensky vs. Wrigley*, 95 III A.2d 173 (Del 1968).

<sup>317</sup> BAIRD, Douglas G.; HENDERSON, M. Todd, *op cit.*, p. 1322/1323.

<sup>318</sup> WELLS, Harwell. The Life (and Death) of Corporate Waste. *Washington and Lee Law Review*, Indianapolis, v. 74, n. 2, p. 1239-1292, 2017. p. 1250.

<sup>319</sup> *Ibid.*, p. 1268.

<sup>320</sup> *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27, 73-75 (Del. 2006).

Tratava-se de uma proteção residual aos acionistas, que permitia o exame das transações fora do enquadramento das violações de deveres fiduciários.

Ainda que a *Walt Disney* tenha se sagrado vencedora, e afastado o entendimento acerca do desperdício, a doutrina entende que a decisão da Suprema Corte de Delaware de reverter o entendimento da primeira instância e colocar o caso para julgamento, sinalizou ao mercado que os tribunais estavam atentos aos impactos sociais e políticos que os pacotes de remuneração excessivos poderiam causar<sup>321</sup>.

Em outras palavras, a corte demonstrou que a matéria além de relevante, demanda avaliação minuciosa acerca da contemplação aos deveres fiduciários e da finalidade atribuída às altas compensações.

Ademais, com o julgamento do caso *Sample v. Morgan*<sup>322</sup>, assentou-se que a alegação de desperdício sensível de recursos permite que o demandante aponte apenas os termos econômicos da operação, de forma a criar uma inferência de que nenhum administrador que atue em prol dos interesses da companhia, de boa-fé, poderia ter aprovado os mesmos termos de determinada operação.

Similarmente, no julgamento do caso *Parnes v. Bally Entertainment Corp.*, a Corte de Delaware estabeleceu que a decisão negocial deveria ser sindicada quando se demonstrasse impossível de se justificar, se não pela má-fé do agente<sup>323</sup>.

Com efeito, o tribunal assentou que a atitude do presidente da companhia, de receber propina em troca do seu consentimento para aprovação de uma fusão, era tão irracional que os conselheiros, agindo de boa-fé, jamais poderiam aprovar o certame adulterado.

A correlação entre *waste* e má-fé, entretanto, não é completamente recepcionada pela doutrina. Stephen M. Bainbridge suscita certa dúvida acerca da vinculação imediata das decisões irracionais à má-fé. Isso porque, em raciocínio contraposto, entende que não se poderia concluir que todas as conclusões irracionais dos administradores estão desprovidas de boa-fé<sup>324</sup>.

---

<sup>321</sup> WELLS, Harwell. The Life (and Death) of Corporate Waste. *Washington and Lee Law Review*, Indianapolis, v. 74, n. 2, p. 1239-1292, 2017. p. 1276.

<sup>322</sup> *Sample v. Morgan*, 914 A.2d 647 (Del. Ch. 2007).

<sup>323</sup> *Parnes v. Bally Entertainment Corp.*, 722 A.2d 1243, 1246 (Del. 1999).

<sup>324</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Restatement of the Business Judgment Rule: The Question of Rationality*. Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2022/06/the-restatement-of-the-business-judgment-rule-the-question-of-rationality.html>. Acesso em: 25 jan. 2023.

Ao analisar o caso *Litwin v. Allen*<sup>325</sup>, em que foi reavaliada a conduta de administradores de instituição financeira, os quais, tipicamente, já estariam sujeitos a níveis mais altos de diligência, Bainbridge chama a atenção de que as decisões tomadas são analisadas com base nos padrões de conduta próprios do setor e que apenas por este critério já seria possível enquadrá-las como irracionais, mas não desacreditar que tenham sido tomadas sem boa-fé.

No julgamento, o tribunal considerou a transação “tão imprudente, arriscada, incomum e desnecessária” a ponto de ser contrária a todos os fundamentos da boa prática bancária. No entanto, para Bainbridge, a corte expressamente deixou de imputar uma violação ao dever de lealdade, o que parece direcionar a conclusão de que a ausência de boa-fé não poderia ser presumida.

O referido autor acredita que as cortes parecem utilizar o conceito de irracionalidade das decisões como uma ferramenta de verificação de conflito de interesses por parte dos administradores.

Tem-se, portanto, nas decisões judiciais, a irracionalidade vinculada à má-fé e, para Bainbridge, ao conflito de interesses, sendo que, em ambos os casos, é vislumbrado abuso de discricionariedade a ensejar relaxamento da BJR.

Não fosse apenas o teste da má-fé e do conflito de interesses, é difícil imaginar situação em que a irracionalidade não evidencie o desrespeito consciente de alguns dos outros deveres dos administradores<sup>326</sup>. Assim, a proteção conferida pela BJR seria automaticamente afastada.

Na verdade, as hipóteses que versam especificamente sobre o desperdício puro de recursos, com administradores desinteressados, fazendo negócios não fraudulentos, possivelmente, sequer existem<sup>327</sup>.

Nesse contexto, a discussão acerca da aplicação da BJR sobre decisões irracionais seria, de tudo, minguada, afinal, admitindo-se que a irracionalidade, necessariamente, prevê

---

<sup>325</sup> *Litwin v. Allen* 25 N.Y.S.2d 667 (Sup. Ct. 1940).

<sup>326</sup> WELLS, Harwell. The Life (and Death) of Corporate Waste. *Washington and Lee Law Review*, Indianapolis, v. 74, n. 2, p. 1239-1292, 2017. p. 1290 *apud Lyondell Chem. Co. v. Ryan*, 970 A.2d 235, 243 (Del. 2009).

<sup>327</sup> *Steiner v. Meyerson*, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).

uma falha aos deveres de diligência e lealdade, a proteção da decisão negocial nunca seria aplicada.

Sob a perspectiva brasileira, a questão acerca da discricionariedade está prescrita entre os artigos 153 e 154 da Lei das S/A, no entanto, ambas relacionadas à revisão da atuação dos administradores.

De um lado, a conduta deve ser analisada pela lupa do dever de diligência (artigo 153), a fim de que se determine a aplicação da BJR e, de outro lado, para avaliar se o exercício das atribuições dos administradores se deu no interesse da companhia, sem qualquer desvio de poder (artigo 154).

Luiz Antonio Sampaio Campos, em posição similar à de José Ferreira Gomes acerca da discricionariedade, assenta que a disposição do artigo 154 da Lei das S/A representa a diretriz e o limite da discricionariedade da atuação dos administradores. Nesse sentido, a conduta deve estar formalmente correta à luz da Lei das S/A e materialmente em linha com seus preceitos<sup>328</sup>.

Para Campos, os poderes de administração são conferidos apenas para que a companhia possa desenvolver suas atividades, de modo que têm objetivo específico a realização do objeto social e o atendimento dos interesses da companhia, ou seja, o poder e discricionariedade dos administradores é eminentemente funcional.

Assim, se o administrador utilizar o seu poder ou discricionariedade para outro fim, incidirá em desvio de poder, conceito que no seu entendimento foi criado pelo Direito Administrativo e que é inteiramente aplicável aos administradores de companhia<sup>329/330</sup>.

Na CVM a questão pareceu ter merecido destaque no julgamento do caso *HRT Participações em Petróleo S/A*<sup>331</sup>, em que se apurava eventuais irregularidades na elaboração e

---

<sup>328</sup> CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1. p. 1122.

<sup>329</sup> *Ibid.*, p. 1122.

<sup>330</sup> Para Maria Sylvania Zanella Di Pietro, as limitações à discricionariedade no Direito Administrativo não surgiram ao mesmo tempo, elas são o resultado de uma evolução que começa com a imunidade judicial da discricionariedade, após, no século XIX o Conselho de Estado francês passa a admitir o excesso de poder como uma exceção à regra da imunidade jurisdicional. Ato subsequente foi elaborada a doutrina do desvio de poder, que fazia ilegais os atos quando a Administração se afastava da sua finalidade legal, até que se chega a fase em que o Poder Judiciário passa a examinar os fatos, por meio da construção da Teoria dos Motivos Determinantes. Finalmente, tem-se o pleno controle dos atos administrativos por meio dos princípios gerais de direito. (DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. *Da discricionariedade administrativa*. São Paulo: Lis, 1990. p. 95).

<sup>331</sup> CVM – PAS 2013/11703, Relator Gustavo Borba, j. 31/07/2018.

implementação de plano de indenização de administradores e executivos estratégicos da companhia (*severance package*).

Na ocasião, os administradores não foram acusados de violar o dever de diligência, mas de agir em desconformidade com a disposição do artigo 154 da Lei das S/A, contra os interesses da companhia.

O voto da lavra do diretor Gustavo Gonzalez, que inaugurou a divergência e se sagrou vencedor, de plano, estabeleceu uma separação entre a reavaliação da conduta do agente acerca da diligência e acerca da sua finalidade<sup>332</sup>.

Admitindo a aplicação da BJR ao caso, o diretor assentou que não cumpre às autoridades sancionatórias avaliar a conveniência e razoabilidade da decisão acerca do plano de remuneração, mas apenas de examinar se existiam provas, inclusive indiciárias, que permitiam concluir o desvio de poder. Isso porque, embora se reconheça que o juízo de razoabilidade é indispensável, não se pode proteger decisões irracionais.

Por decisões irracionais, entretanto, o diretor não as vinculou diretamente com decisões tomadas em conflito de interesses, tal como no voto do relator. Segundo o voto divergente, as decisões interessadas não são vedadas pela legislação brasileira, apenas requerem um exame mais detalhado, o que também não era a hipótese do caso *HRT* em que se analisava a função finalística do artigo 154 da Lei das S/A.

Diferente da *entire fairness*, que prevê uma avaliação invasiva da conduta para se investigar o grau de comprometimento da decisão em conflito de interesses, o exame à luz da disposição do artigo 154 requer a avaliação acerca da finalidade que norteou a atuação diligente do administrador, por meio da qual os seus atos apenas se legitimam quando dirigidos aos fins sociais.

Ao julgador, nesse caso, foi conferido examinar o desvio do poder-função por meio das justificativas apresentadas para a tomada daquela decisão específica.

Na mesma linha de Luiz Antonio Sampaio Campos, o voto utiliza como referencial a construção acerca do desvio do poder cunhada pelo Direito Administrativo. Apoiando-se na

---

<sup>332</sup> CVM – PAS 2013/11703, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 31/07/2018.

doutrina de José Cretella Júnior, a título exemplificativo, o diretor enuncia alguns dos principais sintomas do desvio de poder, dentre os quais, destacamos a *ilogicidade manifesta*<sup>333</sup>.

Para Gonzalez, a despeito da proteção quanto ao mérito das decisões, a ilogicidade coíbe que, tendo como norte os interesses da companhia, o administrador execute decisão teratológica.

O diretor estabelece paralelo direto entre o filtro racionalidade construído pela dogmática societária e a ilogicidade, forjada na jurisprudência administrativista, sopesando que as decisões que se enquadram nesse teste são apenas aquelas que não possam ser minimamente explicáveis ou aceitáveis.

Nesse sentido, reconheceu que uma possível explicação para que a racionalidade das decisões não seja matéria muito discutida, é justamente porque a sua avaliação acaba por estabelecer sarrafo que pode ser facilmente transposto, uma vez que decisões absolutamente vazias são incomuns no cotidiano das companhias.

Em vista disso, considerando que a maioria dos conselheiros era desinteressada, o voto de divergência entendeu pela aplicação da proteção da BJR no que se refere ao padrão de conduta adotado pelos administradores e, sob a óptica do artigo 154, analisando criticamente as justificativas da decisão tomada pelo conselho de administração e diante da ausência de provas sobre eventual desvio de poder, propôs a absolvição de todos os acusados.

Tal como assentado pela jurisprudência norte-americana, sagrou-se vencedor o entendimento de que uma decisão tomada por parte interessada pode vir a ser enquadrada como diligente (ainda que no processo de reavaliação não seja utilizada a BJR), no entanto, uma decisão negocial na qual não se respeitam os fins sociais, não deve estar sob a proteção da BJR.

Assim sendo, o que se definiu como abuso de discricionariedade, *waste*, irracionalidade ou ilogicidade manifesta é a atuação dos administradores de forma completamente desvinculada aos interesses da companhia, em decisões que sequer podem ser explicadas ou justificadas em um padrão de revisão não extensivo.

---

<sup>333</sup> CVM – PAS 2013/11703, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 31/07/2018 *apud* CRETELLA JÚNIOR, José. *Anulação do ato administrativo por desvio de poder*. São Paulo: Forense, 1978. p. 103/119.

Ainda que esse enquadramento não seja passível de ser reconhecido de forma recorrente pelas cortes, estabelecem mais uma via de proteção aos acionistas, de modo que os administradores adotem critérios seguros, bem fundamentados e leais para destinação e maximização dos recursos da companhia.

#### **5.4 Atuação contrária aos pareceres técnicos (*red flags*)**

Finalmente, a última das limitações que se pretende avaliar diz respeito à doutrina das *red flags*, para fins de evitar que a BJR seja alçada a patamar que invalide a própria utilidade dos pareceres técnicos e, em situação extrema, prejudique a avaliação do cumprimento do dever de diligência.

Se os administradores tomarem decisão contrária a alertas emitidos em pareceres técnicos prévios, a BJR não pode ser imposta como em qualquer outro caso. Há nuances distintas nessas ocasiões.

Ante a existência de um tênue liame entre a necessidade dos administradores se curvarem aos alertas e a responsabilidade objetiva do agente que não acata o parecer técnico, a BJR vem sendo aplicada na tentativa de não apenas proteger os administradores que optam por seguir em direção oposta ao parecer, mas para evitar que os próprios pareceres possam ser avaliados<sup>334</sup>.

Em trabalho desenvolvido especificamente sobre a doutrina das *red flags*, Paulo Vieira e Lucas Hermeto assentam que a jurisprudência é capaz de fornecer um guia para análise da responsabilidade dos administradores no qual a primeira etapa é avaliar o conjunto de *red flags* que tenham se manifestado em momento anterior à implementação do risco e, após, qual a intensidade que os ditos alertas se consolidaram<sup>335</sup>.

---

<sup>334</sup> CVM – PAS 2008/8046, Rel. Pablo Rentería, j. 30/10/2008; PAS 2014/6225, Rel. Pablo Rentería, j. 18/04/2017; PAS 2014/8013, Rel. Pablo Rentería, j. 31/08/2018 etc.

<sup>335</sup> VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 221.



Assim, quanto mais específica a atribuição do administrador e maior a sua correlação com o alerta manifestado, o ônus de demonstrar que o risco não era passível de ser detectado é, naturalmente, muito mais elevado<sup>336</sup>.

Nessa hipótese, quando identificado pelas autoridades de controle que a *red flag* era suficientemente conhecida pelo administrador, a conduta reativa do agente em face daquela informação será analisada com maior escrutínio.

A nosso ver, não se trata da reavaliação das decisões tomadas por administradores em momento posterior, quando já se tem configurado o insucesso da escolha que culmina em dano material à companhia, mas do cumprimento efetivo e adequado do dever de diligência apostado na regra do artigo 153 da Lei das S/A.

Esse foi justamente o resultado do já analisado caso da *Refinaria Abreu e Lima* que tinha por objeto matéria muitíssimo similar: apurar a inobservância de deveres fiduciários dos administradores da *Petrobrás* na construção do *Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro* (COMPERJ), também sob relatoria do diretor Henrique Machado<sup>337</sup>.

A questão fática dizia respeito ao fato de que pareceres técnicos confiáveis colocados à disposição da diretoria e que destacavam o risco da viabilidade econômica do projeto teriam sido ignorados pela diretoria, quando da tomada de decisão de alterar a regra que era prevista nos sistemas internos da companhia e votar pela alteração de fase do projeto, o que proporcionaria uma nova injeção de capital ao empreendimento.

Além disso, a formalização em ata de reunião dessa decisão foi realizada de forma sintética e sumarizada, sem refletir o procedimento de reflexão adotado pelos administradores para alterar uma regra de governança.

No entendimento do relator, o diretor Henrique Machado, tal como no caso da Refinaria, a inobservância aos *red flags* constantes dos pareceres técnicos e a falta de documentação capaz de corroborar a decisão dos administradores pela tomada de risco

---

<sup>336</sup> VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 221.

<sup>337</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Henrique Machado, j. 03/10/2020.

excessivo pela companhia, em contrariedade a norma interna, demonstram falha no cumprimento do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei das S/A.

Em sede de manifestação de voto, o diretor Gustavo Gonzalez exarou que a mudança de fase do empreendimento deveria ser analisada à luz da BJR, pois versava sobre decisão negocial e a acusação não trouxe evidências de má-fé, desvio ou fraude, de forma que não é possível concluir pelos elementos trazidos aos autos que, sob o ponto de vista de procedimento, a decisão não foi informada, irrefletida ou interessada<sup>338</sup>.

Trata-se, conforme se infere, de uma problemática atrelada à prova em que, de um lado, deve-se desincumbir o acusador de demonstrar as falhas de conduta do acusado e, de outro, em qual medida a autoridade de controle pode analisar a prova para constatar a impropriedade de conduta do agente.

Na visão de Gonzalez, a suposta inviabilidade econômica do empreendimento não foi atestada de forma categórica pelos instrumentos que corroboraram a decisão dos administradores, ao contrário, elas estavam condicionadas a fatores outros que não poderiam ser avaliados naquele momento. Inclusive, avaliar quais os elementos que constavam daquele relatório seria, em alguma medida, avaliar o mérito da escolha do conselho de administração da companhia.

Continuou o diretor para ponderar que imputar a acusação de falta de diligência apenas porque os diretores não reagiram aos *red flags* é um erro conceitual grave, uma vez que a assunção consciente de riscos não pode ser confundida com desleixo aos sinais de alerta<sup>339</sup>.

O cerne da questão era compreender qual deveria ter sido a conduta dos administradores diante do recebimento de alertas.

Para Gonzalez, era da acusação o ônus de trazer evidências de má-fé, desvio ou fraude, ou de mostrar que a decisão empresarial não era racional ou que não foi, sob o ponto de vista do procedimento, tomada de modo informado, refletido e desinteressado.

A diretora Flavia Perlingeiro acompanhou o diretor Gustavo Gonzalez, sagrando-se, ambos, vencedores, para isentar os administradores da responsabilidade<sup>340</sup>.

---

<sup>338</sup> CVM – PAS 06/2016, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 03/10/2020, p. 142.

<sup>339</sup> CVM – PAS 06/2016, Manifestação de voto Diretor Gustavo Gonzalez, j. 03/10/2020, p. 142.

<sup>340</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 159.

Registrando o propósito de ampliar o debate que é sempre necessário para a melhoria do ambiente regulatório, o relator do caso apresentou manifestação complementar de voto para tecer novas reflexões acerca da BJR.

Henrique Machado afirmou que para além da prática ordinária das companhias e da permissão de registro sumário das decisões, a ideia de que decisões estratégicas e patrimonialmente relevantes de uma companhia possam contrariar os normativos internos e desconsiderar os riscos apontados por pareceres técnicos sem qualquer justificativa subverte a regra de decisão negocial<sup>341</sup>.

Para Machado, compete à CVM debater o uso da BJR em harmonia com os deveres fiduciários estabelecidos em lei, de forma que a regra de decisão negocial não pode vir a enfraquecer o rigoroso sistema de deveres fiduciários impostos aos administradores<sup>342</sup>.

Do contrário, os pareceres técnicos correm o risco de se tornarem atos protocolares destinados ao cumprimento estéril de um procedimento burocrático voltado a proteger administradores contra a revisão administrativa e judicial de suas decisões, sempre que contrariarem a ambição legítima ou não da administração<sup>343</sup>.

Assim, no caso em análise, incumbia aos administradores consubstanciar a fundamentação de suas decisões, demonstrando que tinham boas razões técnicas para irem de encontro com as regras internas de governança e contrariar os sinais de alerta contidos nos pareceres técnicos. Na verdade, tornava-se imperiosa a evidenciação de que a decisão foi tomada, a despeito de tudo isso, em consonância com o padrão de diligência exigido pela Lei das S/A.

Nesse sentido, ainda que ao longo do tempo a autarquia tenha consignado o entendimento de que a análise acerca da compatibilidade de determinada conduta ao padrão legal da diligência deve ser realizada com foco no seu aspecto procedimental, a BJR não pode ser utilizada para alargar o conceito de decisão negocial, retirando a higidez do próprio dever de diligência<sup>344</sup>.

---

<sup>341</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 161.

<sup>342</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 162.

<sup>343</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 167.

<sup>344</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 166.

Por consequência, para aferir o cumprimento do dever de diligência, o objeto de exame deve recair sobre a forma segundo a qual o administrador se desincumbe de suas atribuições, justificando a tomada de decisões.

Nessa senda, não basta demonstrar que a decisão foi informada, cumpre necessário, ainda, principalmente nos casos de parecer técnico divergente, justificar que a interpretação da decisão foi realizada de forma acurada<sup>345</sup> e a assunção elevada de riscos se justifica, entendimento este que parece estar em linha com o de Paulo Vieira e Lucas Hermeto<sup>346</sup>.

Em outras palavras, a BJR não deve ser elevada a posto capaz de impedir que o julgador sequer avalie se os deveres fiduciários foram efetivamente respeitados. A autoridade do administrador não pode afetar a prestação de contas problema que foi justamente enfrentado por Bainbridge no âmbito da doutrina de abstenção.

Para atender ao dever de diligência, os administradores devem formalizar o processo decisório de maneira substancial, justamente porque a decisão negocial tende a ser matéria complexa que, em caso de dano, resultará em prejuízos imensuráveis para a companhia.

A necessidade de comprovação da assunção do risco de forma pensada e ponderada se faz ainda mais necessária quando subsiste parecer contrário à conduta a ser adotada pelo agente. O administrador de nenhuma maneira estará adstrito à opinião de terceiro, por mais especialista na matéria que seja, no entanto, nessas hipóteses, o dever de diligência exige ainda mais esmero.

---

<sup>345</sup> CVM – PAS 06/2016, Rel. Diretor Henrique Machado, j. 03/10/2020, p. 166.

<sup>346</sup> VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. *In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 221.

## CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS

O presente trabalho tem por escopo primordial suscitar o debate acadêmico acerca da BJR e sua aplicação no direito brasileiro, quer no âmbito dos processos administrativos da CVM e do TCU, quer perante o próprio Poder Judiciário.

O estudo procura exaurir as mais diversas aplicações da regra e enunciar os possíveis desafios que a importação desse conceito enfrenta atualmente.

Para tanto, logo de início, por meio de uma breve análise sob a vertente da análise econômica do direito, buscou-se demonstrar como a BJR poderia contribuir para o desenvolvimento dos mercados nacionais, impulsionando a gestão das companhias - agentes econômicos fundamentais para a geração eficiente de riqueza.

A conclusão alcançada foi a de que a adoção da BJR diminui a aversão ao risco por parte dos administradores ao mesmo tempo em que aumenta gastos com deveres de cuidado, incrementando os custos de agência. Tal fenômeno é compreensível diante da necessidade de consolidação da justa medida entre a coibição de abusos da posição de autoridade do administrador e a discricionariedade conferida à sua gestão.

Sem a lógica da BJR, o receio de buscar soluções estratégicas por receio da responsabilização tende a ser muito mais danoso ao desenvolvimento das companhias, a ponto de ameaçar a persecução do próprio interesse social<sup>347</sup>.

Também de forma introdutória, o trabalho identifica como a BJR poderia contribuir para a solidificação de um sistema independente de administração, o que é essencial para a dispersão acionária das companhias.

Vale dizer, com o robustecimento de uma administração independente e segura, diminui-se a indispensabilidade de titularidade de parcela relevante do controle. A redução de controle majoritário de companhias pode trazer uma nova conformação às companhias brasileiras.

---

<sup>347</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, nova série, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990. p. 52.

A perspectiva alvissareira que se demonstrou em prol da recepção da BJR ao longo de todo o trabalho, no entanto, foi contrabalanceada pela necessidade de observância estrita dos deveres fiduciários previstos na Lei das S/A.

A recepção da BJR pelo ordenamento brasileiro se deu justamente no Capítulo XII, Seção IV, da Lei das S/A, que impõe o dever de atuação dos administradores com observância à boa-fé, diligência e lealdade, tríade que consubstancia a regra norte-americana.

Nessa passagem, foi também ressalvado que a incorporação conceitual da BJR pelo ordenamento não encontra guarida no disposto do artigo 159, §6º da Lei das S/A.

Isso porque, a regra do artigo 159, §6º da Lei das S/A tem aplicação mais ampla ao estabelecer o afastamento da responsabilidade por ato ilícito, se constatada a boa-fé do agente. A BJR, por outro lado, de forma sensivelmente mais restrita, somente pode ser utilizada quando não verificada nenhuma falha no processo decisório. Em suma, não se cogita da BJR, se perpetrado ato ilícito pelo administrador.

Relativamente quanto à utilização prática da BJR, tratando-se de regra que tem por elemento nuclear a proteção dos administradores no âmbito da tomada de decisão empresarial em que o risco é inerente, a compreensão do conceito de *business* (ou do conceito *decisão negocial*, como se convencionou determinar), apresentou-se como espécie de critério limitador à sua própria aplicação.

No ordenamento brasileiro, a delimitação acerca do conceito de *decisão negocial* contido na regra americana pode ser inferida da parte final do artigo 158 da Lei das S/A, que versa justamente sobre *ato de regular gestão*.

Entretanto, o enfoque conferido ao interesse social pelo dispositivo parece não ser suficiente a ensejar a aplicação da regra. É preciso imprimir o elemento negocial da atuação do gestor.

Pelo estudo da jurisprudência da CVM, foi demonstrado que a discricionariedade do agente é elemento fundamental da BJR, deixando-se de lado o juízo de oportunidade e conveniência.

Além disso, admitindo que o dever de diligência possui duas facetas, uma de cunho negocial e outra de natureza fiscalizatória, os julgados firmaram o entendimento de que a BJR

apenas se insere nas decisões de ordem negocial, uma vez que a fiscalização é dever legal do administrador e somente deve ser avaliada em regime de razoabilidade e adequação.

No âmbito das empresas públicas e sociedades de economia mista, a definição de decisões negociais caminha no mesmo sentido. Conforme dispõe o artigo 90 da LRE, a fiscalização pelos órgãos de controle não deve interferir indevidamente nas decisões de gestão das estatais.

A despeito do aparente alinhamento entre a Lei das S/A, LRE e a jurisprudência da CVM, a aplicação da BJR pelo direito público se revela ainda incerta e com espectro reduzido.

As decisões eminentemente negociais conduzidas por administradores públicos no exercício de sua função deveriam ser avaliadas pela óptica da Lei das S/A, e não pelo crivo do direito administrativo. Além disso, em casos de utilização de recursos públicos, a discricionariedade dos gestores é sensivelmente mais limitada. A BJR, assim, é menos latente, se comparada à tomada de decisões na iniciativa privada.

Na verdade, na seara do direito administrativo, a submissão do agente aos ditames da lei é umbilical, ao passo que a atuação do agente privado se norteia apenas pela relação de não contradição com a norma, *i.e.* o princípio da legalidade estrita atenuam os efeitos da BJR.

Nesse sentido, não se identificou nos julgados do TCU uma orientação unívoca acerca da aplicação da BJR, tampouco do conceito de decisão negocial.

Na tentativa de corporificar o aspecto material das *business decisions*, mas sem a pretensão de esgotar o tema, o estudo se propõe a mapear alguns votos prolatados pela CVM e TCU para identificar quais as matérias que vêm sendo admitidas como negociais para fins da utilização da BJR.

Para facilitar a análise do material examinado, a conclusão obtida com o levantamento das decisões pode ser consultada sob o formato de planilha, que integra essa síntese conclusiva no Apêndice A.

Ainda sob a perspectiva prática, além do aspecto material, o estudo se dedicou a analisar o aspecto procedimental da BJR. A aplicação da regra em caráter *ex ante* ou *ex post* implica algumas consequências, notadamente acerca do ônus da prova.

Nos Estados Unidos, o estudo conclui que a BJR é mais comumente aplicada sob o espectro da *immunity doctrine*, que sugere que a atuação do administrador deve ser previamente analisada, ainda que de forma restrita, para fins de identificação do cumprimento de todos os requisitos necessários à boa conduta.

Na hipótese de o administrador lograr demonstrar o enquadramento de sua conduta à *business decision*, a demanda terá o seu seguimento negado, de modo que nem o mérito e muito menos os resultados da decisão negocial poderão ser revisados pelo intérprete. Caso, no entanto, a atuação do gestor não seja compatível com a utilização da regra, a ação segue o seu curso para que o demandante comprove suas alegações em face do administrador.

Nesse contexto, o próprio administrador institui as provas que justificaram o seu processo decisório e que podem viabilizar a aplicação da regra. Utilizada a regra, o ônus de provar a falta de diligência será carreado à fiscalização ou à parte acusadora.

À guisa de conclusão, assentou-se que a orientação da *immunity doctrine* parece ser a que melhor se adequa à realidade brasileira.

Primeiro porque, a BJR é comumente suscitada como argumento de defesa dos administradores, que já carregam aos autos os elementos de prova da sua boa conduta e que possibilitam o julgador compreender o processo decisório adotado.

Segundo porque, também são recorrentes as decisões que afastam a responsabilidade do agente porque a fiscalização não se desincumbiu do ônus de provar a falha no dever de diligência.

Assim, de um lado, o sistema privilegia a obtenção de prova pelo administrador e, de outro, onera a fiscalização pela ausência de elementos.

Tal entendimento, inclusive, está alinhado com a teoria mais moderna do ônus da prova, que admite a produção dinâmica da prova por todas as partes do processo. Não obstante, quando o fato não restar demonstrado nos autos, o *onus probandi* é carreado ao autor da demanda.

Estabelecidos os fundamentos dos aspectos material e procedimental da BJR no ordenamento brasileiro, o estudo se dedicou a analisar a aplicação da regra junto ao Poder Judiciário, especificamente nos domínios do TJSP, TRF3, STJ e STF.



Da análise mais aprofundada, infere-se que, no geral, a utilização da BJR ainda se mostra bastante acanhada nos tribunais brasileiros. É reduzido o número de acórdãos que cita o tema e ainda mais restrito aqueles que enfrentam a matéria de forma direta.

Com efeito, dentre os precedentes judiciais analisados, apenas em um aresto do STF, a BJR recebeu um tratamento a altura da dogmática já estabelecida pela doutrina.

Ainda que de forma passageira, já que o cerne do voto não tratava sobre a matéria, a Suprema Corte estabeleceu os elementos da BJR de forma acurada, indicando a que a regra se presta no ordenamento brasileiro.

No acórdão, o destaque conferido à BJR com o precedente americano de maior reverência justamente impulsiona a sua utilização de forma apropriada e favorável.

De toda forma, por se tratar de apenas uma exceção ante a todos os outros casos analisados, é de se concluir que, no âmbito do Poder Judiciário, a BJR ainda possui um longo caminho a percorrer.

Sob a perspectiva dos processos administrativos sancionadores, todavia, a realidade apresentada nos votos da CVM é sensivelmente distinta daquela dos votos do TCU.

A regra tem aplicação recorrente nos julgados pela CVM, justamente como um incentivo à discricionariedade dos administradores. A jurisprudência da CVM, nos limites da presente pesquisa, perfaz a força motriz da BJR no Brasil tanto em prestígio da geração eficiente de riquezas, quanto em detrimento da aversão demasiada ao risco.

Naturalmente, identificou-se em alguns casos certo exagero na sua utilização, no entanto, considerando a baixa recorrência de aplicações equivocadas, em uma avaliação generalista, é promissor o entendimento que a autarquia vem construindo para o uso da BJR no Brasil.

Merece destaque a evolução da jurisprudência firmada pela CVM, que já sedimentou, inclusive, alguns limites à aplicação da regra, a saber:

a) a inviabilidade de aplicação da BJR em operações com partes relacionadas, hipótese em que a regra cede lugar à doutrina da *Entire Fairness*, exceção feita à decisão colegiada, na qual a BJR poderá ser aplicada se a maioria dos conselheiros figurar como parte desinteressada;

b) a impossibilidade de propagação dos efeitos de proteção da BJR sobre decisões de natureza fiscalizatória, que por ausência do elemento negocial, não são afetadas à lógica da BJR;

c) a impossibilidade da geração de efeitos de proteção da BJR diante das decisões tidas em abuso de discricionariedade, assim entendidas as decisões com irracionalidade ou ilogicidade manifesta, uma vez que espelham a atuação dos administradores de forma completamente desvinculada aos interesses da companhia; e

d) a proteção de decisões tomadas em contrariedade aos sinais de risco (*red flag*) e, por outro lado, a não proteção das decisões tomadas em contrariedade às *red flag*, mas que falham na tentativa de demonstrar o esmero do administrador quanto ao dever de diligência, afinal, a conduta que contraria os sinais de alerta deve ser ainda mais cuidadosa.

No âmbito dos processos administrativos do TCU, constatou-se uma recorrente menção à BJR. Na maioria dos casos, contudo, a regra não é propriamente cotejada com os fatos sob julgamento.

A Corte de Contas demonstra conhecimento acerca da regra, bem como da sua origem, entretanto, diante da indefinição acerca dos limites do exercício de controle externo nas estatais, as decisões negociais que deveriam ser avaliadas sob o espectro da Lei das S/A acabam sendo recepcionadas como atos administrativos violadores de princípios constitucionais ou condutas evitadas de erro grosseiro, o que, *per se*, ensejam a responsabilização e afastam por completo a aplicação da legislação societária.

Chama a atenção o fato de que a regra é comumente resumida nos votos como elemento de defesa proposto pelos acusados, todavia, acaba não sendo diretamente analisada no curso da fundamentação, sequer para justificar a sua inaplicação ao caso.

Apesar dos percalços a serem transpostos no judiciário ou no TCU, tem-se, de forma geral, que a BJR é regra compatível com o ordenamento nacional e que vem sendo consolidada pela CVM de forma promissora.

Se a ideia de eficiência está ligada ao alcance dos resultados com os menores custos possíveis, a conclusão geral do presente trabalho não pode ser outra, se não a de que a sofisticação da jurisprudência da CVM ao aplicar a BJR concretiza o maior incentivo jurisdicional para a eficiência empresarial. Nesse sentido, a CVM consubstancia hoje a principal barreira contra a indesejada aversão ao risco no ambiente corporativo.

Isto é, se, de um lado, toda a lógica do Direito Civil foi cunhada para fazer do agente um ente aversivo ao risco (seja prevenção ou punição de suas condutas), de outro lado, o Direito Societário, incentivado pela BJR, pretende estabelecer um ambiente de proteção ao agente para que ele se imponha de forma tolerante ao risco.

É dever do Estado regular os incentivos à tomada de decisões razoavelmente arriscadas por parte dos administradores.



## REFERÊNCIAS

- ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *A responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier H.; KHANNA, Vikramaditya. *Commentaries and Cases on the Law of business Organization*. 6th ed. New York: Wolters Kluwer, 2021.
- ALTOUNIAN, Cláudio Sarian; CAVALCANTE, Rafael Jardim; COELHO, Sylvio Kelsen. *Empresas estatais: governança, compliance, integridade e contratações: os impactos da Lei n. 13.303/2016*. Belo Horizonte: Fórum, 2020.
- ARROW, Kenneth J. *The Limits of Organizations*. New York: Norton & Company press, 1974.
- ARSHT, Samuel. *The Business Judgment Rule Revisited*. Hofstra Law Review, Hempstead, v. 8, article 6, 1979.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2003. v. 2.
- AZEVEDO, Luíz André Negrelli de Moura. *Concentração e dispersão do poder político nas organizações coletivas finalísticas. Regime jurídico da companhia aberta integrante do novo mercado da bolsa de valores: o papel decisivo desempenhado pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas no âmbito da companhia*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- BADARÓ, Gustavo Henrique Righi Ivahy. *Ônus da prova no processo penal*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- BAINBRIDGE, Stephen M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 57, n. 83, 2004.
- BAINBRIDGE, Stephen M. *The Restatement of the Business Judgment Rule: The Question of Rationality*. Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2022/06/the-restatement-of-the-business-judgment-rule-the-question-of-rationality.html>. Acesso em: 25 jan. 2023.
- BAIRD, Douglas G.; HENDERSON, M. Todd. Other People's Money. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 60, n. 5, p. 1309-1344, 2008.
- BALOTTI, Franklin; HINSEY, Joseph. Director care, conduct and liability: The Model Business Corporation Act Solution. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 56, n. 1, p.35-61, 2000.
- BARBOSA, Henrique Cunha. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2.
- BERGER, Renato. As ações derivadas nos Estados Unidos. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 255-282.
- BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*. 6th ed. New York: Aspen Publishers, 2009. v. 33.

BRANSON, Douglas M. The Rule that Isn't a Rule: The Business Judgment Rule. *University Law Review*, Valparaíso, v. 36, n. 3, 2002.

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

BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. *Law of Corporate Officers and Directors: Rights, Duties and Liabilities*. Minnesota: West, 1999.

BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

BUZAID, Alfredo. Do ônus da prova. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 57, p. 113-140, 1962.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1084-1254.

CARVALHO, André Castro; VENTURINI, Otavio. Governança corporativa e controle do “Sistema U” sobre a gestão das estatais: uma análise da Lei n. 13.303/16. *Jota*, São Paulo, 1 fev. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/governanca-corporativa-e-controle-do-sistema-u-sobre-gestao-das-estatais-01022018>. Acesso em: 16 nov. 2020.

CARVALHOSA, Modesto. Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 49, p. 14-20, jan./mar. 1983.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 3.

COMPARATO, Fábio Konder; CALIXTO, Salomão Filho. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. Edição Kindle.

COASE, Ronald. The Problem of Social Costs. *The Journal of Law and Economics*, v. 3, Chicago, 1960.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 6th ed. Boston: Pearson, 2011.

CRETELLA JÚNIOR, José. *Anulação do ato administrativo por desvio de poder*. São Paulo: Forense, 1978.

DEMETRA, Arsalidou. *The Impact of Modern Influences on the Traditional Duties of Care, Skill and Diligence of Company Directors*. Kluwer Law International: The Netherlands, 2001.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Da discricionariedade administrativa*. São Paulo: Lis, 1990.

DIAS, José Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 10. ed. Rio de Janeiro, Forense, 1995. v. 1.

DIAS, Luciana Pires. *Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

EINSENBURG, Melvin. The Divergence of Standards of Conduct. *Fordham Law Review*, New York, v. 62, n. 3, p. 437-468, 1993.

EINSENBURG, Melvin. The Duty of Care of Corporate the Directors and Officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, 1989.

EINSENBURG, Melvin A. The Duty of Good Faith in Corporate Law. *Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, v. 31, n. p. 1-76, 2006.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3.

FORGIONI, Paula. *O direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FISCHEL, Daniel. The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. *The Business Lawyer*, v. 40, n. 4, p. 1.437-1.455, 1985.

FRANCO NETO, Ary Azevedo. Responsabilidade de administrador de companhia: uma leitura do art. 153 da Lei das S.A à luz do direito administrativo sancionador. In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 301-330.

FRANKLIN GEVURTZ, *Corporation Law*. West Group: St. Paul, 2000.

GEVURTZ, Franklin A. The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion. *Southern California Law Review*, Los Angeles, v. 67, n. 287, 1993-1994.

GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Responsabilidade civil pelo risco da atividade*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

GOMES, José Ferreira. *Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2017.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedade por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 11, n. 8, p.11-16, 1972.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 20, p. 70-88, abr./jun. 1981.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflito de interesses entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 51, p. 29-32, jul./set. 1983.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 29, nova série, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990.

HANSEN, Charles. The Duty of Care, the Business Judgement Rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 48, n. 4, p.1355-1376, 1993.

HART, Oliver *et al.* Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, Boston, v.2, n. 2, p. 247-275, 2017.

HILL, Claire A; MCDONELL, Brett H. Reconsidering Board Oversight Duties After The Financial Crisis. *University of Illinois Law Review*, Champaign, n. 3, p. 859-880, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JOHNSON, Lyman. *The Modest Business Judgment Rule*. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 55, n. 625, 2000.

KLEIN, William; COFFEE JR, John C.; PARTNOY, Frank. *Business Organizations and Finance*. 11th ed. New York: Foundation Press, 2010.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

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

LIMA, Osmar Brina Corrêa. Regra de julgamento de negócios (“Business Judgment Rule”) *In: SILVA, Alexandre Couto (coord.)*. *Direito societário: estudos sobre a lei de sociedade por ações*, São Paulo: Saraiva, p. 153-169, 2013.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; FREITAS, Rafael Vêras, *Comentários à Lei n. 13.655/2018*, Belo Horizonte: Fórum, 2019.

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

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 29. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

MCMILLAN, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, v. 4, n. 2, p. 521-574, 2013.

MCMURRAY, Marcia M. An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Business Judgment Rule. *Vanderbilt Law Review*, [Nashville, Tenn.], v. 40, n. 3, p. 605-630, Apr. 1987.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. O juiz e a prova. *Revista de Processo*, São Paulo, v.9, n. 35, p. 178-184, abr./jun. 1984.

NADALIN, Guilherme Frazão. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas: artigo 159. §6º, LSA e a Business Judgment Rule*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.



OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de governo das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017. Edição do Kindle.

PACÍFICO, Luiz Eduardo Boaventura. *O ônus da prova*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

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

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoría crítico-estructuralista del derecho mercantil*. Madri: Marcial Pons, 2017.

SCARLETT, Ann M. A better approach for balancing authority and accountability in shareholder derivative litigation. *University of Kansas Law Review, Lawrence*, v. 57, n. 1, p. 39-92, p. 39, Oct. 2008.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Common Law: introdução ao Direito dos EUA*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SPAMANN, Holger. *Corporation*. 2nd ed. Charleston: Colophon, 2018.

TAVARES, José Edwaldo. *Direito societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

VEASEY, Norman E. On Corporate Codification: A Historical Peek at the Model Business Corporate Act and the American Law Institute Principles Through the Delaware Lens, Law and Contemporary Problems. *Duke University School of Law, Durham*, v. 74, p. 95-105, 2011.

VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha de monitoramento de riscos: a doutrina do “red flag” e o papel dos sistemas de controle. In: AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 207-223.

WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais - regimes especiais: intervenção, liquidação extrajudicial e regime de administração especial temporária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

WELLS, Harwell. The Life (and Death) of Corporate Waste. *Washington and Lee Law Review, Indianapolis*, v. 74, n. 2, p. 1239-1292, 2017.

WILLIAMSON, Oliver. Por que direito, economia e organizações? In: SZTAJN, Rachel; Zylbersztain, Décio (org.). *Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. cap. 2.

YAZBEK, Otavio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. *In*: KUYVEN, Fernando Martins (coord.). *Temas essenciais de direito empresarial, estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Luiz São Paulo: Saraiva, 2012. p. 940-961.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, v. 36, nova série, n. 109, p. 137-149, jan./mar. 1998.

## APÊNDICE A – DECISÕES NEGOCIAIS

Processo / Acórdão	Data	Relator	Companhia envolvida	Decisão negocial	Decisão não negocial
<b>CVM</b>					
PAS 3098/2004	25/01/2005	Wladimir Castelo Branco	Companhia de Saneamento do Paraná	Aumento de capital	
PAS 09/2003	25/01/2006	Wladimir Castelo Branco	Indústria de Bebidas Antartica Polar S.A.	Realização ou não de investimento e fechamento de fábricas	
PAS 1443/2005	10/05/2006	Pedro Marcilio de Souza	Cia. Força e Luz Cataguazes Leopoldina	Redução de capital e pagamento de dividendos	
PAS 8542/2005	29/08/2006	Pedro Marcilio de Souza	Banco Westlb do Brasil S/A	Realização de operação	
PAS 97/2005	15/03/2007	Maria Helena Santana	Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.	Realização de investimento	
PAS 21/2004	15/05/2007	Pedro Marcilio de Sousa	Banco do Brasil S.A.	Realização de investimento em subsidiária integral	
PAS 08/2005	12/12/2007	Eli Loria	Brasken S/A Nordeste Química S/A Odebrecht S/A	Realização de incorporação	
PAS 21/2004	25/03/2008	Eli Loria	TNL PCS S.A. Telemar Norte Leste S.A.	Alienação de controle	
PAS 25/2003	25/03/2008	Eli Loria	Tele Norte Leste Participações S/A	Realização de operação de alienação de controle	
PAS 5392/2004	29/08/2008	Pedro Marcilio de Souza	Fundo Fator Sinergia	Aumento de capital	
PAS 14/2005	05/05/2009	Eli Loria	MRS Logística S.A.	Mensuração da tarifa cobrada pela companhia	
PAS 19/2005	15/12/2009	Elisei Martins, Declaração de Voto Otávio Yazbek	Brasil Telecom S/A		Falhas nos controles internos
PAS 2610/2009	28/08/2010	Marcos Barbosa Pinto	Clarion S.A. Agroindustrial	Aumento de capital	
PAS 18/2008	14/12/2010	Alexsandro Broedel Lopes	Sadia S.A.	Gradação da tomada de risco pela companhia	Monitoramento dos controles internos
PAS 9574/2008	27/11/2012	Ana Dolores Novaes	Invitel S.A., Futuaretel S.A. Opportunity Zain S.A.	Realização de oferta pública ou privada	
PAS 24/2006	18/02/2013	Otavio Yazbek	Telemig		Falhas nos controles internos
PAS 11/2002	26/02/2013	Luciana Dias	Banestado	Realização de investimento	
PAS 02/2008	05/03/2013	Roberto Tadeu	Brasil Telecom S.A.	Concessão de empréstimo	
PAS 09/2006	05/03/2013	Ana Dolores Novaes	Brasil Telecom Participações S.A. Brasil Telecom S/A	Convocação e desconvoação de assembleia	
PAS 03/2002	12/02/2014	Norma Jonssen Parente	Grupo Mitsui	Pagamento do dividendo obrigatório	
PAS 09/2009	21/07/2015	Luciana Dias	Brasil Telecom S.A.		Divulgação de fato relevante
PAS 11073/2011	15/12/2015	Pablo Renteria	Clarion S.A. Agroindustrial	Arrendamento de imóvel	
PAS 11703/2013	31/07/2018	Gustavo Tavares Borba	HRT Participações em Petróleo S.A.	Divulgação de informação sensível	
PAS 6517/2014	25/06/2019	Henrique Machado	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.		Divulgação de fato relevante
PAS 7190/2016	09/07/2019	Gustavo Gonzalez	MMX Sudeste S/A		Divulgação de fato relevante
PAS 06/2016	03/10/2020	Henrique Machado	COMPERJ	Realização de investimento, contrariando as redflags	
PAS 05/2016	03/11/2020	Henrique Machado	Petróleo Brasileiro S.A.	Realização de investimento, contrariando as redflags	
PAS 440/2017	02/03/2021	Flávia Perlingeiro	Companhia Energética de Brasília - CEB		Irregularidades nas Demonstrações Financeiras
PAS SEI 19957.0091182019-41	24/05/2022	Marcelo Barbosa	Klabin S/A		Monitoramento e cumprimento de contrato

## APÊNDICE A – DECISÕES NEGOCIAIS

Processo / Acórdão	Data	Relator	Companhia envolvida	Decisão negocial	Decisão não negocial
<b>TCU</b>					
Acórdão 3052/2016	30/11/2016	Benjamin Zymler	Petróleo Brasileiro S.A.	Realização de investimento	
Acórdão 1283/2018	06/06/2018	Benjamin Zymler	Petróleo Brasileiro S.A.	Realização de investimento	
Acórdão 492/2019	13/03/2019	Vital do Rêgo	Furnas Centrais Elétricas S.A.	Realização de operação de alienação de participação de sociedade investida	
Acórdão n. 1361/2021	09/06/2021	Benjamin Zymler	Petróleo Brasileiro S.A. (Consórcio CNCC)]		Falhas nos controles internos
Acórdão n. 2519/2021	20/10/2021	Benjamin Zymler	Petrobras Distribuidora S.A.	Aumento do endividamento	
Acórdão n. 2597/2021	27/10/2021	Bruno Dantas	Banco do Nordeste do Brasil S.A.		Implantação de sistemas internos de controle
Acórdão n. 2681/2021	17/11/2021	André Carvalho	Petróleo Brasileiro S.A.	Nível de tomada de risco	
Acórdão n. 365/2022	23/02/2022	Bruno Dantas	Caixa Econômica Federal	Realização de operação de desinvestimento	
Acórdão n. 1721/2022	27/02/2022	Benjamin Zymler	Petróleo Brasileiro S.A.		Extrapolação dos limites legais para aditivo contratual
Acórdão n. 491/2022	09/03/2022	André Carvalho	Petróleo Brasileiro S.A.		Implantação de sistemas internos de controle
Acórdão n. 818/2022	13/04/2022	Aroldo Cedraz	Petróleo Brasileiro S.A.		Realização de investimento sem a autorização da diretoria ou de parecer jurídico
Acórdão n. 2142/2022	28/09/2022	Bruno Dantas		Realização de investimento	
Acórdão n. 7275/2022	11/10/2022	Vital do Rêgo	Companhia Docas do Rio de Janeiro	Renegociação de contratos	
Acórdão n. 2468/2022	01/11/2022	Walton Alencar Rodrigues	Petróleo Brasileiro S.A.	Realização de investimento	
Acórdão n. 2706/2022	07/12/2022	Bruno Dantas	Caixa Econômica Federal	Realização de operação de incorporação	Realização de operação de desinvestimento