

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO  
DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL

Luísa Kirchof

**A BUSINESS JUDGMENT RULE E O DIREITO BRASILEIRO:  
recepção, aplicabilidade e aplicação**

Porto Alegre

2017

LUÍSA KIRCHHOF

**A BUSINESS JUDGMENT RULE E O DIREITO BRASILEIRO:  
recepção, aplicabilidade e aplicação**

Monografia apresentada ao Departamento de Direito Privado e Processo Civil da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, sob orientação do Professor Dr. Luis Renato Ferreira da Silva, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Porto Alegre

2017

LUÍSA KIRCHHOF

**A BUSINESS JUDGMENT RULE E O DIREITO BRASILEIRO:  
recepção, aplicabilidade e aplicação**

Monografia apresentada ao Departamento de Direito Privado e Processo Civil da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, sob orientação do Professor Doutor Luis Renato Ferreira da Silva, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Aprovado em: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

---

Professor Dr. Luis Renato Ferreira da Silva  
Orientador

---

Professor Dr. Luis Felipe Spinelli

---

Professor Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

## RESUMO

A *business judgment rule* é um *standard* de revisão desenvolvido por Tribunais norte-americanos para a solução de casos nos quais os acionistas ou a companhia pleiteiam a responsabilização dos administradores por decisões negociais tomadas na administração da sociedade. Com sua aplicação, busca-se estabelecer um equilíbrio entre a necessidade de encorajar a tomada de riscos e a inovação por administradores e a necessidade de controle jurisdicional de condutas ilícitas ou de comportamentos nocivos à sociedade. Tendo isso em vista, a *business judgment rule* é um tema que merece ser mais estudado pelo Direito brasileiro, pois, verificada sua compatibilidade, poderá ser incorporada ao ordenamento pátrio. Assim, o objetivo desse trabalho é analisar a *business judgment rule* e o dever de diligência para verificar: (i) se o *standard* foi recepcionado pela Lei das S.A.; (ii) se é aplicável no Brasil; e (iii) como é aplicado pela CVM em processos administrativos sancionadores. Para tanto, comparou-se o regime jurídico de administração das sociedades anônimas dos Estados Unidos e do Brasil, verificou-se as diferenças entre o dever de diligência e o *duty of care* e se analisou a *business judgment rule*, seus fundamentos e elementos. A metodologia empregada foi a análise legal e jurisprudencial e revisão de bibliografia, além da análise das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores instaurados para apurar o cumprimento do dever de diligência, nos quais a autarquia afirmou aplicar a *business judgment rule* ou seus preceitos. Concluiu-se que há divergências na doutrina a respeito da recepção da *business judgment rule* pela Lei das S.A. Averiguou-se que, em razão das semelhanças entre o regime jurídico brasileiro de administração de companhias e o regime norte-americano e das semelhanças entre o dever de diligência e o *duty of care*, a *business judgment rule* é aplicável no Brasil. Além disso, constatou-se que o *standard*, seus princípios e elementos têm sido aplicado pela CVM, se não em sua totalidade, pelo menos parcialmente.

*Palavras-chave:* Business Judgment Rule. Dever de Diligência. Administradores.

## ABSTRACT

The business judgment rule is a standard of review developed by the Courts to decide cases in which the shareholders or the company seek to impose liability on the directors for business decisions taken by the Board of Directors. This standard was designed to provide balance between a need to encourage risk-taking and innovation by directors and a need for judicial control of unlawful conduct or harmful behavior to the company. With that in mind, the business judgment rule is a matter that deserves to be further studied by Brazilian law, since it could be incorporated into the Brazilian legal framework if deemed compatible. Thus, this study will analyze the business judgment rule and the duty of care in order to verify (i) whether the Brazil Corporate Law (*Lei das S.A.*) adopted the standard; (ii) whether the standard is compatible with Brazil's legal framework; and (iii) how it is applied by the CVM in administrative proceedings. To do so, we compared the legal regimen of corporate management of the United States and Brazil's. Then, we verified the differences between the treatment given to the duty of care in both countries. We also analyzed the business judgment rule, its reasons and preconditions. The method employed was legal and jurisprudential analysis and bibliography review, as well as an analysis of the decisions rendered by the CVM in administrative proceedings installed to verify compliance with the duty of care, in which the CVM stated that it applied the business judgment rule or its principles. We concluded that there is no consensus among commentators regarding the adoption of the business judgment rule by the Brazilian Corporate Law. We also verified that, due to the similarities between the Brazilian and American legal regimens of corporate management, and the similarities between the *dever de diligência* and the duty of care, the business judgment rule is compatible with Brazil's legal framework. In addition, we found that the *standard*, its principles and preconditions were applied by CVM, if not entirely, at least partially.

*Key-words:* Business judgment rule. Duty of Care. Directors. Officers.

## **SIGLAS E ABREVIATURAS**

ALI's Principles – Principles of Corporate Governance prepared by the American Law Institute

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Lei das S.A. – Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976

MBCA – Model Business Corporation Act

PAS – Processo Administrativo Sancionador

RMBCA – Revised Model Business Corporation Act

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>DEVER DE DILIGÊNCIA .....</b>	<b>11</b>
2.1	STANDARD DE CONDUTA .....	16
2.2	OBRIGAÇÃO DE MEIO.....	17
2.3	PREVISÃO LEGAL .....	18
2.4	ASPECTOS DO DEVER DE DILIGÊNCIA .....	21
2.4.1	Dever de se qualificar .....	22
2.4.2	Dever de bem administrar .....	24
2.4.3	Dever de se informar .....	25
2.4.4	Dever de investigar .....	28
2.4.5	Dever de vigiar .....	31
<b>3</b>	<b>BUSINESS JUDGMENT RULE .....</b>	<b>35</b>
3.1	DEFINIÇÃO .....	35
3.2	RAZÕES DA BUSINESS JUDGMENT RULE.....	40
3.2.1	É desejável que os administradores corram riscos .....	41
3.2.2	É necessário atrair diretores competentes.....	42
3.2.3	A revisão em retrospectiva das decisões tende a levar em conta o seu resultado .....	44
3.2.4	Juízes não são especialistas em negócios.....	45
3.3	ELEMENTOS .....	47
3.3.1	Decisão de Negócio.....	47
3.3.2	Desinteresse e Independência .....	49
3.3.3	Boa-Fé .....	52
3.3.4	Diligência ou Decisão Informada.....	54
3.3.5	Inexistência de Abuso de Discricionariedade ou Decisão Razoável.....	57
3.3.6	Casos de não aplicação da business judgment rule .....	59
3.4	APLICAÇÃO A DIRETORES .....	59
<b>4</b>	<b>APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO BRASIL .....</b>	<b>62</b>
4.1	FOI RECEPCIONADA NO BRASIL? .....	62
4.2	É APLICÁVEL NO BRASIL? .....	65
4.3	É APLICADA NO BRASIL?.....	67
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>74</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>78</b>
	<b>LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA CONSULTADAS.....</b>	<b>81</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O fim lucrativo é elemento essencial à sociedade anônima. Para atingi-lo é preciso correr riscos. Há, afinal, uma relação necessária entre risco e lucro: só é possível obter grandes retornos apostando em áreas de incerteza, o que geralmente é mais arriscado. Assim, no desenvolvimento das atividades da companhia, é imprescindível apostar em ideias e projetos que a expõem a certo grau de risco.

Como os administradores são os responsáveis por gerir a sociedade e definir os rumos do negócio, é benéfico à companhia e, conseqüentemente, aos acionistas, que os eles se aventurem em zonas de risco e incerteza que tenham o potencial de atrair bons resultados nos negócios. Entretanto, da mesma forma que podem trazer grandes retornos, tais incursões podem eventualmente resultar em grandes prejuízos.

Quando uma decisão resulta em prejuízos, podem os acionistas desejar imputar responsabilidade aos administradores, com o intuito de recuperar as perdas. Isso poderia levar os administradores a adotarem posturas mais conservadoras, conseqüentemente, limitando os lucros que poderiam ser auferidos, ou a sequer aceitar o encargo, o que não é conveniente. É interessante, então, pensar-se em mecanismos de apuração e limitação de sua responsabilidade. Nesse contexto, ganha importância a *business judgment rule*, desenvolvida por Tribunais norte-americanos para a solução de casos nos quais os acionistas ou a companhia pleiteiam a responsabilização dos administradores por decisões negociais tomadas na administração da sociedade.

Ela estabelece uma presunção relativa de que, ao tomar uma decisão de negócios, os administradores atuaram de maneira informada, de boa-fé e no interesse da companhia. Protege, dessa forma, os administradores de sociedades anônimas de serem responsabilizados por erros honestos de julgamento. Com sua aplicação, busca-se estabelecer um equilíbrio entre a necessidade de encorajar a tomada de riscos e a inovação por administradores e a necessidade de controle jurisdicional de condutas ilícitas ou de comportamentos nocivos à sociedade.

Tendo isso em vista, a *business judgment rule* é um tema que merece ser mais estudado pelo Direito Brasileiro, pois, verificada sua compatibilidade, poderá ser incorporada ao ordenamento pátrio. Reconhecendo o potencial e a importância do instituto, a *business judgment rule* foi incorporada ao direito escrito alemão (AktG, 93, I (2)) e ao direito português (CSC, art. 72º, n. 2).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 131.



Como é um conceito desenvolvido pelos Tribunais norte-americanos, é necessário compreender o regime jurídico de administração das sociedades anônimas dos Estados Unidos e compará-lo à realidade brasileira.

Ainda, como a *business judgment rule* é aplicável aos casos nos quais se discute o cumprimento do dever de diligência, também é preciso estudar o *standard* de conduta imposto aos administradores de companhias norte-americanas, verificando as semelhanças e diferenças com o *standard* previsto na legislação brasileira.

Assim, o objetivo geral desse trabalho é analisar a *business judgment rule* e o dever de diligência para verificar se o *standard* foi recepcionado pela Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), se é aplicável no Brasil, e como é aplicado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em processos administrativos sancionadores. Os objetivos específicos são verificar as diferenças entre o regime jurídico brasileiro de administração de companhias e o regime norte-americano, comparar o dever de diligência, como aplicado no Brasil, e o *duty of care*, imposto aos administradores de companhias nos Estados Unidos, e analisar as decisões da CVM em processos administrativos sancionadores nos quais ela afirma aplicar a *business judgment rule*.

Para isso, a metodologia empregada foi a análise legal, análise dos precedentes norte-americanos e de processos administrativos sancionadores da CVM e revisão de bibliografia. Para verificar como se dá a aplicação da *business judgment rule* no direito brasileiro, analisou-se as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores instaurados para apurar o cumprimento do dever de diligência, nos quais a autarquia afirmou aplicar a *business judgment rule* ou seus preceitos.

Dessa forma, o trabalho é estruturado em três capítulos. O primeiro Capítulo descreve sucintamente o regime jurídico de administração de sociedades anônimas brasileiras, comparando-o ao sistema norte-americano. Em seguida, apresenta-se o dever de diligência, tal como previsto no art. 153 da Lei das S.A, no § 8.30 do *Model Business Corporation Act* e como aplicado pela jurisprudência. Ainda, expõe os aspectos do dever de diligência, fornecendo exemplos práticos de sua verificação em casos concretos.

O Capítulo 2 versa sobre a *business judgment rule*. Aborda-se sua definição, seu conteúdo, seus aspectos processuais e materiais e sua função, conforme conceito construído pela jurisprudência norte-americana. Em seguida, são apresentadas as razões da existência e aplicação da *business judgment rule*, pincelando-se o posicionamento da doutrina brasileira e da CVM, para verificar se os fundamentos do *standard* são reconhecidos no país. Por fim, para que se possa

averiguar a compatibilidade do instituto com o ordenamento jurídico brasileiro, são delineados os elementos do *standard*.

Finalmente, o Capítulo 3, verifica se a *business judgment rule* foi recepcionada pela legislação brasileira e se é aplicável no Brasil. Nesse capítulo, verifica-se, ainda, como o *standard* é aplicado no Brasil, por meio da análise de processos administrativos sancionadores julgados pelo colegiado da CVM que versam sobre violações ao dever de diligência.

## 2 DEVER DE DILIGÊNCIA

A *business judgment rule* é um *standard* desenvolvido pelos Tribunais norte-americanos. Tendo isso em mente, e considerando que o objetivo deste trabalho é avaliar se esse *standard* foi recepcionado pela legislação brasileira e se é aplicável e aplicado neste país, é necessário compreender o regime jurídico de administração das sociedades anônimas dos Estados Unidos e compará-lo à realidade brasileira. Ademais, como a *business judgment rule* é aplicável aos casos nos quais se discute o cumprimento do dever de diligência, também é preciso estudar o *standard* de conduta imposto aos administradores de companhias norte-americanas, comparando-o ao *standard* previsto na legislação brasileira.

A administração de companhias, no Brasil, é exercida por dois órgãos sociais<sup>2</sup>: a diretoria e o conselho de administração, cada qual com diferentes atribuições e poderes (Lei das S.A., art. 138).

O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela Assembleia Geral (Lei das S.A., art. 138, *caput* e § 1º). Em regra, é órgão facultativo, sendo obrigatório apenas nas companhias abertas, nas sociedades de capital autorizado e nas sociedades de economia mista (Lei das S.A., art. 138, § 2º e art. 239). Suas atribuições incluem deliberar sobre a administração da sociedade, fixar a orientação geral dos negócios e eleger os diretores, bem como monitorar e fiscalizar sua atuação (Lei das S.A., art. 142).

A diretoria, por sua vez, é órgão obrigatório em todas as companhias (Lei das S.A., art. 138). É composta por, no mínimo dois diretores, eleitos pelo conselho de administração, ou, em sua ausência, pela Assembleia Geral (Lei das S.A., art. 143). Apesar de poder decidir colegiadamente, não é um órgão colegiado, uma vez que os diretores detêm competências e poderes individuais. Dentre esses, destacam-se os poderes de gestão, por meio dos quais os diretores conduzem os negócios da companhia, executando os atos necessários à consecução do objeto social; e os poderes de representação, por meio dos quais exteriorizam a vontade social a terceiros.<sup>3</sup> Conforme dizia Pontes de Miranda, não se tratam propriamente de poderes de representação da companhia, mas sim

---

<sup>2</sup> No Brasil, a maioria da doutrina adota a teoria organicista, segundo a qual os administradores são órgãos sociais e não mandatários. Sobre isso, PAES, P. R. Tavares. Responsabilidades dos administradores de sociedades. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1997, p. 17. PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 46. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 398. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 71.

<sup>3</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 24.

de “apresentação”, uma vez que a sociedade não tem outra forma de manifestar sua vontade que não por meio de seus diretores.<sup>4</sup>

Nos Estados Unidos, estão encarregados da gestão dos negócios sociais o *Board of Directors* e os *officers*.

O *Board of Directors*, à semelhança do Conselho de Administração, é um órgão colegiado, cujos membros são eleitos pelos acionistas. Sua função é supervisionar toda a operação da companhia, administrando os negócios da sociedade e nomeando os *officers*.<sup>5</sup> Sua atuação é tão abrangente, que o órgão detém poderes que em outros ordenamentos são de competência dos acionistas.<sup>6</sup> Contudo, na prática, os *directors* apenas formulam a política da sociedade e autorizam ou não transações relevantes, delegando as decisões do dia-a-dia aos *officers*. Além disso, também são responsáveis pelo monitoramento dos *officers*.<sup>7</sup> Dessa forma, os *officers*, eleitos pelos membros do *Board of Directors*, são incumbidos de executar as políticas estabelecidas por estes, devendo conduzir as operações diárias da sociedade. O cargo mais importante da empresa é o de presidente executivo (*Chief Executive Officer* – CEO), que é responsável por executar as decisões do *Board of Directors*, coordenando todas as atividades da companhia.<sup>8</sup>

Observa-se, assim, que o modelo brasileiro se assemelha ao modelo norte-americano. Entretanto, algumas diferenças merecem ser mencionadas. Em primeiro lugar, destaca-se que até pouco tempo, entendia-se, no sistema norte-americano, que o *Board of Directors* era órgão obrigatório da sociedade<sup>9</sup>, em contraposição à legislação brasileira, que ressalta o caráter facultativo do Conselho de Administração. De fato, o *Board* é a suprema e original autoridade na condução dos negócios sociais<sup>10</sup>, sendo dotado de maior importância nas companhias norte-americanas do que o Conselho de Administração nas sociedades anônimas brasileiras. Entretanto, em 1984, foi editado o *Model Business Corporation Act* (MBCA), que permite que sociedades anônimas com menos de cinquenta acionistas elimine o *Board of Directors*.<sup>11</sup> Essa alteração legislativa ameniza as diferenças

---

<sup>4</sup> PONTES DE MIRANDA, Tratado de Direito Privado, t. L, 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 384.

<sup>5</sup> HAMILTON, Robert W. The Law of Corporation in a Nut Shell. 5a ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 229.

<sup>6</sup> NADALIN, Guilherme Frazão. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. 2015. 149 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 16.

<sup>7</sup> HAMILTON, Robert W. The Law of Corporation in a Nut Shell. 5a ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 232-233.

<sup>8</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 87.

<sup>9</sup> HAMILTON, Robert W. The Law of Corporation in a Nut Shell. 5a ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 238.

<sup>10</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 86

<sup>11</sup> HAMILTON, Robert W. The Law of Corporation in a Nut Shell. 5a ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 238-239.

entre os dois sistemas, sem, contudo, torná-las inexpressivas, mostrando-se necessário considerá-las quando do transplante de um instituto.

Além disso, enquanto a Lei das S.A. é expressa ao afirmar que os deveres fiduciários se aplicam aos diretores e aos conselheiros, nos Estados Unidos há discussão quanto à aplicabilidade dos *fiduciary duties* aos *officers*.<sup>12</sup> Em 2009, entretanto, a Suprema Corte de Delaware decidiu, no caso *Gantler v. Stephens*, que os *officers* devem os mesmos deveres fiduciários à companhia que servem que os *directors*.<sup>13</sup>

Ademais, os órgãos sociais ganham destacada importância no modelo norte-americano, frente à dispersão acionária característica das companhias. Naquele país, predomina o controle gerencial<sup>14</sup>, enquanto no Brasil predomina o controle concentrado<sup>15</sup>. A respeito disso, Carvalhosa aponta que os administradores de sociedades anônimas norte-americanos não apenas a gerenciam, mas a comandam autonomamente, afinal, são os responsáveis pela formulação das políticas sociais (*policy makers*).<sup>16</sup> Em contraste, os administradores brasileiros apenas administram a companhia e obedecem às diretrizes dadas pelos controladores, que definem as políticas empresárias.<sup>17</sup>

Como visto, então, frequentemente a sociedade não é administrada pelos seus “donos”. Os acionistas, detentores das ações que representam o capital social, elegem administradores para gerir a sociedade. Há, assim, uma separação entre propriedade e gestão: enquanto os acionistas detêm a “propriedade” da sociedade, em geral, não têm ingerência direta sobre ela, não definindo sua política ou tomando as decisões do seu dia-a-dia – ressalvados os casos de controle concentrado –; pois essas tarefas ficam a cargo dos administradores, que, em regra, não detêm participação societária significativa. Os administradores, então, administram, com discricionariedade, patrimônio alheio.

Especialmente diante da dispersão acionária e da inexpressiva participação dos acionistas em sociedades anônimas abertas, os administradores concentram grande parcela do poder

---

<sup>12</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 74-75.

<sup>13</sup> *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695, 708-09 & n.37 (Del. 2009)

<sup>14</sup> COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 52. MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 182

<sup>15</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015, p. 18.

<sup>16</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 371.

<sup>17</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 372.

empresarial. Dessa forma, o sucesso ou insucesso da companhia está sujeito ao desempenho de seus administradores e às decisões por eles tomadas.<sup>18</sup>

A tendência é que a separação entre propriedade e gestão e a concentração do poder empresarial permita que o processo decisório no âmbito da companhia seja eficiente, na medida em que a hierarquia e a especialização do trabalho viabilizam decisões mais rápidas e definitivas.<sup>19</sup> Contudo, ao mesmo tempo, a combinação desses fatores pode resultar em abusos, em razão da impossibilidade de monitoramento permanente e da exposição dos interesses dos acionistas às ações dos administradores.<sup>20</sup>

Diante da posição de confiança que ocupam e do poder que detêm, e com o objetivo de coibir abusos e condutas oportunistas, a Lei das S.A., bem como o MBCA e a jurisprudência, estabelece deveres fiduciários, que devem ser cumpridos pelos administradores no curso da administração de uma companhia.<sup>21</sup> Busca-se, assim, garantir que os administradores irão agir eticamente e respeitar os interesses dos acionistas, mantendo-se fiéis ou leais às legítimas expectativas desses.<sup>22</sup> Tutela-se, dessa forma, a sociedade, diretamente, e os acionistas e todos os demais sujeitos com os quais ela se relaciona, indiretamente.<sup>23</sup>

O desafio do legislador ao fixar deveres fiduciários é encontrar um equilíbrio entre prevenir abusos e incentivar o risco e o desenvolvimento. Conforme aponta Adamek:

ao mesmo tempo em que deve ser eficiente na prevenção de desvios praticados em prejuízo da companhia, [o regime de responsabilidade dos administradores] não pode sufocar a atuação da administração com normas excessivamente rígidas, pois, caso o fizesse, limitaria a discricionariedade e a liberdade de atuação daqueles que são os mais qualificados para a gestão de uma companhia. A aversão à tomada de riscos seria, então, exponencialmente majorada.<sup>24</sup>

Para orientar a conduta e o processo de tomada de decisão dos administradores, a Lei das S.A. optou por prescrever deveres fiduciários, ou deveres genéricos, e deveres específicos. Os deveres específicos, aplicáveis a hipóteses determinadas, estão previstos esparsamente na Lei das

<sup>18</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 232.

<sup>19</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, p. 242.

<sup>20</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 69.

<sup>21</sup> Ibidem, p. 69.

<sup>22</sup> Ibidem, p. 51.

<sup>23</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, Econômico e Financeiro, São Paulo, vol. 36, n. 109, p. 137-149, jan.-mar 1998, pp. 140-142. SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 70 e p. 80.2

<sup>24</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 3.

S.A., podendo-se citar, por exemplo, o dever de manter a escrituração dos livros sociais (Lei das S.A., art. 104, *caput*), o dever de preparar as demonstrações financeiras (Lei das S.A., art. 133) e o dever de convocar a assembleia geral (Lei das S.A., art. 123).

Os deveres fiduciários, fórmulas amplas e gerais que estabelecem padrões de conduta, estão elencados, “em enumeração minuciosa e até pedagógica” – conforme descrito na exposição de motivos da Lei das S.A.<sup>25</sup> Assim, do art. 153 ao 157, estão dispostos de forma expressa os deveres que devem ser observados pelos administradores na condução dos negócios sociais: de diligência, de cumprimento das finalidades da sociedade, de lealdade, de evitar conflitos de interesse e de informar.<sup>26</sup> Dentre esses, destacam-se os deveres de diligência e de lealdade, dos quais decorrem os demais deveres.<sup>27</sup>

Esse modelo de deveres fiduciários foi fortemente influenciado pelo modelo adotado nos Estados Unidos. Lá, a doutrina e a jurisprudência são praticamente uníssonas em afirmar que os deveres fiduciários se resumem no dever de diligência (*duty of care*) e no dever de lealdade (*duty of loyalty*).<sup>28</sup> O dever de diligência está previsto no § 8.30 do MBCA<sup>29</sup> e no § 4.01 dos *Principles of Corporate Governance* preparados pelo *American Law Institute* (ALI’s Principles)<sup>30</sup>, enquanto que o dever de lealdade está disposto no subcapítulo 8F do *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA) ou § 8.31 do MBCA e no § 5.02 dos ALI’s Principles. A *Delaware General Corporation Law* não contém disposição expressa a respeito dos deveres fiduciários, entretanto, estabelece que o dever de lealdade não pode ser limitado ou eliminado estatutariamente.<sup>31</sup>

<sup>25</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A., Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 234.

<sup>26</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 33.

<sup>27</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 136.

<sup>28</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 89.

<sup>29</sup> O MBCA é um documento preparado pela *American Bar Association* destinado a servir como modelo claro e preciso de legislação para a elaboração e revisão da legislação societária estadual. Foi adotado, com modificações, por 24 estados. BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 403.

<sup>30</sup> Os Princípios de Governança Corporativa preparados pelo *American Law Institute* com o intuito de informar advogados e juízes, contêm um conjunto de tratados jurídicos (*restatement of law*), uma sistematização das regras societárias. Foram objeto de diversas discussões e críticas. BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 409.

<sup>31</sup> Quanto à legislação estadual, foca-se em Delaware, pois mais de 40% das companhias listadas da *New York Stock Exchange* e mais de 50% das companhias da *Fortune 500* são constituídas em Delaware. Além disso, o Poder Judiciário de Delaware é visto como a corte-mãe do Direito Societário. SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 2, n.r. 6.

O dever de diligência exige que os administradores desempenhem suas funções com dedicação, atenção, zelo e cuidado.<sup>32</sup> Diz respeito ao processo pelo qual os administradores tomam as decisões de negócio da companhia<sup>33</sup>, exigindo que atuem de boa-fé e com base em informações adequadas<sup>34</sup>.

Assenta-se na ideia de que as pessoas que praticam atividades que têm o potencial de causar danos a terceiros têm o dever de agir da mesma forma que uma pessoa razoavelmente prudente agiria em circunstâncias semelhantes.<sup>35</sup> Dessa forma, para aferir o cumprimento desse dever, deve-se comparar hipoteticamente a conduta do administrador no caso concreto ao comportamento que seria adotado por um administrador competente em uma situação análoga.<sup>36</sup>

Trata-se de um *standard* de conduta que prevê uma obrigação de meio.

## 2.1 STANDARD DE CONDUTA

O dever de diligência reveste-se da forma de *standard*, padrão de comportamento a ser observado pelos administradores quando do desempenho de suas funções. Trata-se de fórmula larga, parâmetro ou diretriz genérica, geral e abstrata, que indica o modelo de comportamento que deve ser seguido em determinada situação.<sup>37</sup>

Os *standards*, ao contrário dos deveres específicos, não proíbem ou prescrevem uma conduta em particular. Não se referem a situações pontuais ou possuem conteúdo exato. Não há, dessa forma, uma enumeração taxativa das práticas a serem adotadas pelos administradores. Pelo contrário, os *standards* possuem caráter enunciativo e flexível, de forma que podem ser adaptados a diversos cenários.<sup>38</sup>

---

<sup>32</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 41. SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 104.

<sup>33</sup> COX, James D. On corporations. 2nd.ed. v.1. New York: Aspen Publishers, 2003, p. 517. SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 13.

<sup>34</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 2-2.

<sup>35</sup> GEVURTZ, Franklin A. Corporation law. 2nd. ed. St. Paul, MN: West: Thomson Reuters, 2010, p. 278.

<sup>36</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 104.

<sup>37</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 34.

<sup>38</sup> Ibidem. SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 86.



Em função dessa flexibilidade, não podem ser aferidos *a priori*, mas somente diante do caso concreto. Sua aplicação, assim, varia de acordo com o local, o tempo e as circunstâncias que revestem a conduta do administrador.<sup>39</sup> Afinal, conforme descreve Spinelli:

administrar uma sociedade traz, em sua essência, a apreciação, em cada momento, da melhor forma de atuação, o que não admite juízos apriorísticos. Com efeito, não há como existir regra geral que fixe o modo de atuar dos administradores frente à infinita gama de situações que surgem no decorrer da gestão.<sup>40</sup>

Tal modo de aferição justifica-se à medida que a administração de companhias é uma tarefa dinâmica e complexa.

## 2.2 OBRIGAÇÃO DE MEIO

Além de representar um *standard*, o dever de diligência dos administradores constitui uma obrigação de meio. As obrigações de meio são caracterizadas pela vinculação do devedor ao emprego dos melhores esforços na busca do resultado, sem, entretanto, considerar seu sucesso ou insucesso na produção do resultado.<sup>41</sup> Prescrevem a prática de uma atividade ou um comportamento, que deve ser dirigido a um fim, sem que esse esteja compreendido no vínculo obrigacional, legal ou convencional.<sup>42</sup> Ou seja, o resultado não é decisivo para avaliar a conduta do devedor, cabendo ao credor o ônus de demonstrar o descumprimento da obrigação.

Distinguem-se das obrigações de resultado, cujo conteúdo consiste na produção de um resultado certo e determinado pelo devedor<sup>43</sup>. Cabe, assim, ao devedor comprovar o adimplemento da obrigação.

Feita essa distinção, resta claro que o dever de diligência dos administradores configura uma obrigação de meio. Ele prescreve o *iter* decisório, a conduta que deve ser adotada pelo administrador para a tomada de decisão, não devendo o intérprete avaliar os efeitos da referida decisão. Afinal, o administrador se obriga tão somente a utilizar de cautela, atenção e diligência normais na condução dos negócios sociais, sem se vincular à produção do resultado social, qual

<sup>39</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 34. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

<sup>40</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 87.

<sup>41</sup> DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro: Teoria geral das obrigações. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 222.

<sup>42</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 380.

<sup>43</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 380.

seja, o lucro.<sup>44</sup> Consequentemente, não pode ser responsabilizado pelo resultado de sua gestão quando agiu diligentemente.<sup>45</sup>

Em suma, os administradores têm o dever de utilizar os meios ao seu alcance para tentar alcançar os objetivos da companhia, sem, porém, serem pessoalmente responsáveis pelo resultado.

### 2.3 PREVISÃO LEGAL

No Brasil, o dever de diligência está previsto no art. 153 da Lei das S.A., que dispõe o seguinte:

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.<sup>46</sup>

A primeira leitura do dispositivo sugere que o legislador brasileiro adotou o parâmetro do *bonus pater familias*, princípio originário do direito romano, que indica cautela, prudência na administração de bens e interesses.<sup>47</sup> Esse *standard* remete à diligência do homem comum, médio, sem qualificação ou aptidão específica ou conhecimentos técnicos<sup>48</sup> e com atuação dirigida à preservação do patrimônio<sup>49</sup>.

Entretanto, diante da inadequação da aplicação desse modelo ao regime de responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, essa interpretação foi superada pela doutrina e pela jurisprudência. São três as principais críticas dirigidas a esse dispositivo. Em primeiro lugar, exige-se dos administradores que sejam qualificados, competentes e que detenham experiência profissional.<sup>50</sup> É necessária, afinal, qualificação técnica para desempenho da função:<sup>51</sup>

<sup>44</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 50.

<sup>45</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 381.

<sup>46</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em:

< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

<sup>47</sup> EIZIRIK, Nelson; et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 425.

<sup>48</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 44. EIZIRIK, Nelson; et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 425.

<sup>49</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 27.

<sup>50</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 123-124.

Não basta, em nosso direito, por sua inquestionável feição institucional, que o administrador atue como homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios. São insuficientes os atributos de diligência, honestidade e boa vontade para qualificar as pessoas como administradores. É necessário que se acrescente a competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou experiência e, se possível, ambas. O próprio art. 152 expressamente estabelece esses requisitos.<sup>52</sup>

Em segundo lugar, conforme apontado pelo art. 154 da Lei das S.A., os administradores devem exercer suas atribuições tendo em vista os fins da companhia. Assim, sua conduta deve ser direcionada à realização do objeto social da sociedade, e, em última análise, à obtenção de lucros.<sup>53</sup> Para tanto, devem assumir riscos calculados, adotar posturas criativas e inovadoras e tomar decisões em um ambiente de incerteza e com conhecimento limitado – práticas evitadas por quem busca a preservação do patrimônio. Em suma, como explicado por Eizirik, enquanto “o bom pai de família deve procurar manter o patrimônio”<sup>54</sup>, “o administrador deve buscar multiplicá-lo”<sup>55</sup>.

Em terceiro lugar, critica-se o uso da expressão “de seus próprios negócios”. Afinal, exige-se maior cuidado e diligência na administração de interesses patrimoniais de terceiros, do que na condução dos próprios negócios. Como pontua Adamek, determinadas concessões e riscos que podem ser considerados aceitáveis e corriqueiros na administração de bens próprios podem não ser assim considerados quando da administração de bens alheios.<sup>56</sup> Assim, seria mais preciso afirmar que “o administrador deve empregar o mesmo cuidado e diligência que todo o homem ativo e probo costuma empregar da administração de negócios alheios”<sup>57</sup>.

Nos Estados Unidos, o RMBCA de 1984 previa regra semelhante à constante da Lei das S.A.:

§ 8.30. GENERAL STANDARDS FOR DIRECTORS (a) A director shall discharge his duties as a director, including his duties as a member of a committee:

<sup>51</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 107.

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 266.

<sup>53</sup> EIZIRIK, Nelson; et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 426.

<sup>54</sup> Ibidem.

<sup>55</sup> Ibidem.

<sup>56</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 124.

<sup>57</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

(1) in good faith; (2) with the care an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances; and (3) in a manner he reasonably believes to be in the best interests of the corporation.<sup>58</sup>

Fazia-se assim, referência ao homem médio e prudente como o *standard* de comportamento a ser adotado pelo administrador. Entretanto, conforme esclarecido no Comentário Oficial do RMBCA de 1999, o uso da expressão “*ordinarily prudent person*” remete à ideia de aversão a risco, cautela e cuidado – oposta à noção de que a tomada de decisões arriscadas é central ao papel dos administradores.<sup>59</sup> Além disso, a referida redação gerava confusão com o standard de negligência, aplicado em *tort law*, que, no direito societário, focaria a análise da responsabilidade do administrador no resultado de suas ações, diferindo da *ratio* legal e do atual entendimento jurisprudencial.<sup>60</sup> Assim, na revisão do RMBCA de 1999, eliminou-se o item dois do dispositivo, dando à seção § 8.30 a seguinte redação, que se mantém até a versão atual, de 2016:

§ 8.30. STANDARDS OF CONDUCT FOR DIRECTORS (a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (i) in good faith, and (ii) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation.  
(b) The members of the board of directors or a board committee, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances.<sup>61</sup>

De forma semelhante, os ALI’s Principles dispõem sobre o dever de diligência:

§ 4.01 Duty Of Care Of Directors And Officers  
(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>62</sup>

<sup>58</sup> “O conselheiro deve desempenhar seus deveres: (1) com boa-fé; (2) com o cuidado que uma pessoa razoavelmente prudente, em posição semelhante, teria em circunstâncias parecidas; (3) e convencido de estar agindo de forma a melhor atender aos interesses da companhia.” (Tradução nossa)

<sup>59</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter’s annotations, v.1, 1999.

<sup>60</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter’s annotations, v.1, 1999.

<sup>61</sup> 8.30. STANDARDS DE CONDUTA PARA OS ADMINISTRADORES (a) Cada membro do conselho de administração, ao cumprir as funções de um conselheiro, deve agir: (i) em boa fé e (ii) na maneira que o conselheiro razoavelmente acredita ser do melhor interesse da companhia.

(b) Os membros do conselho de administração ou de um comitê do conselho, ao se informarem em relação à sua função de tomada de decisão ou dedicando atenção à sua função de supervisão, devem desempenhar seus deveres com o cuidado que uma pessoa em uma posição similar iria razoavelmente acreditar ser apropriado em circunstâncias semelhantes. AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act: Official Text, Revised through 2010, v. 1, 2010, (Tradução nossa).

<sup>62</sup> “4.01 Dever de Diligência dos Conselheiros e Diretores (a) Um conselheiro ou diretor tem o dever, junto à companhia, de desempenhar as funções de conselheiro ou de diretor munido de boa-fé, da maneira em que razoavelmente acredita representar os melhores interesses da companhia, e com a diligência que se esperaria que uma pessoa medianamente prudente exercesse em uma função semelhante e em circunstâncias similares.” THE AMERICAN

Portanto, na condução dos negócios, os administradores devem agir de maneira honesta e justa, tendo sempre em mente os interesses sociais, ficando vedadas condutas que beneficiem pessoalmente os administradores em detrimento da companhia. Além disso, devem utilizar a diligência que uma pessoa razoavelmente prudente exerceria se estivesse na mesma situação.

A doutrina brasileira, em consonância com a legislação norte-americana, defende que o standard a ser adotado é o do administrador competente.<sup>63</sup> Assim, para verificar o cumprimento do dever de diligência pelo administrador, é preciso aferir como alguns de seus colegas de profissão se comportariam em situação análoga.<sup>64</sup> Ou seja, como cada situação dá margem a uma gama de reações, deve-se avaliar quais as atitudes recomendáveis, quais as atitudes diligentes, tomando como base o comportamento que seria adotado por outros administradores que se encontrassem na mesma situação, sendo necessário considerar elementos como o ramo de atuação da companhia, o papel do administrador na companhia, o tamanho da companhia, bem como a natureza do risco tomado pelo administrador ao adotar a ação questionada.<sup>65</sup> Entretanto, deve-se sopesar que, diante de diversas linhas de ação diligentes, não se pode responsabilizar o administrador por não ter adotado a melhor delas, assim verificada em análise posterior, pois detém margem de discricionariedade.<sup>66</sup>

## 2.4 ASPECTOS DO DEVER DE DILIGÊNCIA

Conforme referido anteriormente, o legislador brasileiro optou por caracterizar o dever de diligência como um *standard*. Afinal, a adoção de um rol taxativo de condutas vedadas aos administradores é impossível, diante da complexidade e diversidade das questões enfrentadas na gestão de uma companhia.<sup>67</sup>

---

LAW INSTITUTE. Principles of corporate governance: analysis and recommendations. St. Paul, Minn., 1994, v.1, pp. 138-139, (Tradução nossa).

<sup>63</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 44. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 27. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2010/9078. Rel. Luciana Dias. j. em 25 out. 2011.

<sup>64</sup> SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 106.

<sup>65</sup> GEVURTZ, Franklin A. Corporation law. 2nd. ed. St. Paul, MN: West: Thomson Reuters, 2010, p. 280.

<sup>66</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 352.

<sup>67</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 28.

Assim, coube à doutrina e à jurisprudência discutir e definir os contornos desse dever de fundamental importância.<sup>68</sup> Spinelli, Parente, Eizirik et al, e a CVM, elencam cinco aspectos: (i) dever de se qualificar; (ii) dever de bem administrar; (iii) dever de se informar; (iv) dever de investigar; e (v) dever de vigiar.<sup>69-70</sup>

No âmbito da doutrina norte-americana, Eisenberg divide o *duty of care* em quatro aspectos: (i) o dever de monitorar ou supervisionar a condução dos negócios sociais e de tomar medidas razoáveis para se manter a par das informações obtidas pelo Conselho de Administração como resultado de procedimentos e técnicas de monitoramento; (ii) o dever de investigar, ou seja, de acompanhar razoavelmente as informações adquiridas que suscitam motivo de preocupação; (iii) o dever de empregar um processo razoável de tomada de decisão; e (iv) o dever de tomar decisões razoáveis.<sup>71-72</sup>

Verifica-se, deste modo, que são semelhantes as posições apontadas.

#### 2.4.1 Dever de se qualificar

O administrador, após aceitar o cargo, tem o dever de se qualificar para o exercício de suas funções. Isto é, ele deve adquirir conhecimentos mínimos sobre as atividades desempenhadas pela

<sup>68</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 28.

<sup>69</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101-131. EIZIRIK, Nelson; et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 411-417. SPINELLI, Luís Felipe. O conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 106-110. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria, j. em 28 mar. 2008. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 09/2009, Rel. Luciana Dias, j. em 21 jul. 2015.

<sup>70</sup> Brigagão cita o dever de informar, o dever de se qualificar, o dever de vigilância, o dever de investigar e o dever de intervir. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014. Adamek cita, além dos aspectos apontados, o dever de participar, de intervir e de não praticar erros graves. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 136.

<sup>71</sup> EISENBERG, Melvin A. The duty of care of corporate directors and officers. University of Pittsburg Law Review, Pittsburg, v. 51, n. 4, p. 945-972, summer 1990.

<sup>72</sup> Clark aponta que o dever de diligência fornece as diretrizes da atuação dos administradores, de forma que cada administrador deve (i) compreender o negócio desenvolvido pela companhia; (ii) manter-se informado a respeito das atividades da companhia; (iii) monitorar as atividades da companhia; (iv) frequentar as reuniões do conselho de administração regularmente; (v) revisar regularmente os balanços e as demonstrações financeiras; e (vi) investigar as questões duvidosas, aparentemente ilegais e procurar aconselhamento legal. CLARK, 1986 apud PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 70. Cox opta por segmentação distinta: (i) a obrigação de prestar atenção aos negócios sociais; (ii) a obrigação de se informar; (iii) obrigação de tomar decisões racionais. COX, James D. On corporations. 2nd.ed. New York: Aspen Publishers, 2003, pp. 492-493.

companhia, compreender a sua estrutura interna de funcionamento, o contexto no qual ela opera, bem como se manter atualizado a respeito do seu status financeiro, de forma que possa cumprir seus deveres de forma diligente.<sup>73</sup>

Isso não significa que o administrador deve conhecer todos os detalhes da operação ou que deve analisar detalhadamente as atividades do dia-a-dia, mas apenas que deve compreender o básico do negócio desenvolvido pela companhia.<sup>74</sup>

Dessa forma, ignorância a respeito dos negócios ou falta de experiência na área não podem servir como defesa contra a falta de diligência. Afinal, o administrador é peça essencial ao funcionamento de uma companhia, não podendo se proteger de suas ações ou omissões alegando que apenas aprovava as ações de outros administradores.<sup>75</sup> Desse modo, se não possui conhecimentos mínimos ou não detém experiência suficiente, o administrador deve se qualificar ou não deve aceitar o cargo.<sup>76</sup> Ressalte-se, contudo, que a CVM já manifestou que não é exigível que o administrador adquira ou disponha de conhecimento técnico específico sobre todas as áreas da companhia, exceto se tenha sido contratado para cargo especializado.<sup>77</sup>

Esse aspecto também é identificado como um desdobramento do *duty of care*. Destaca-se, a esse respeito, o caso *Francis v. United Jersey Bank*, julgado pela Suprema Corte de Nova Jersey em 1981. Trata-se de ação ajuizada pelos administradores da falência da Pritchard & Baird Intermediaries Corporation contra Lilian Pritchard, pela violação de seus deveres fiduciários como conselheira da companhia. Pritchard & Baird era uma corretora de resseguros que intermediava as operações de resseguro, custodiando os recursos das seguradoras e das resseguradoras (prêmios e pagamentos devidos em função de sinistros, respectivamente). Tais recursos deveriam ser segregados dos recursos da sociedade – o que não ocorria. Aproveitando-se da confusão patrimonial, Charles Pritchard Jr. and William Pritchard, filhos de Lilian e diretores da sociedade, tomavam empréstimos da companhia, sem, contudo, pagá-los de volta, apropriando-se indevidamente dos ativos dos credores da companhia. Assim, quando a sociedade se tornou incapaz de honrar suas obrigações, teve sua falência decretada. A Corte assentou que Lilian não tinha qualquer conhecimento dos negócios da companhia, que nunca havia lido os balanços e demonstrações financeiras ou frequentado uma reunião do Conselho de Administração, que só tinha

---

<sup>73</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 103. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

<sup>74</sup> *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814.

<sup>75</sup> *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814.

<sup>76</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 35. *Campbell v. Watson*, 62 N.J. Eq. 396 (Ch. 1901).

<sup>77</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

visitado o escritório uma vez, que não estava familiarizada com as práticas da indústria e que não fez qualquer esforço para cumprir suas obrigações como conselheira. Decidiu que sua ausência ou sua indiferença com o negócio não a exculpava de seus deveres. Se ela não detinha conhecimento, experiência ou condições de atuar como administradora da companhia, não deveria ter aceitado o cargo ou deveria ter procurado aconselhamento legal.<sup>78</sup>

#### 2.4.2 Dever de bem administrar

Além do dever de se qualificar, os administradores têm o dever de bem administrar. Trata-se da obrigação de exercer a função para qual foram eleitos: gerir e representar a companhia.<sup>79</sup>

Para gerir a companhia, os administradores devem praticar todos os atos necessários para a consecução do objeto social.<sup>80</sup> Assim, cabe aos diretores exercer os atos referentes à gestão ordinária da companhia, ou seja, aqueles necessários ao seu funcionamento regular, e, aos membros do Conselho de Administração, a prática dos atos de gestão extraordinária, isto é, aqueles realizados fora do curso normal dos negócios.<sup>81</sup> Dessa forma, os administradores devem operacionalizar a companhia, fazendo com que a sociedade pratique as atividades econômicas para as quais foi criada. Isto é, devem executar a vontade social.<sup>82</sup>

Para representar a sociedade, os administradores devem manifestar a vontade social. Dessa forma, têm a obrigação de praticar, em nome da companhia, atos pelos quais ela se insere no mundo dos fatos e interage com os agentes econômicos. Trata-se de função privativa dos diretores, nos termos do art. 144 da Lei das S.A. É, assim, uma espécie de poder-dever dos diretores de “realizar os negócios e atos jurídicos da sociedade”<sup>83</sup>.

Para tanto, os administradores devem frequentar as reuniões do Conselho de Administração ou da Diretoria regularmente, praticar atos ou negócios jurídicos que viabilizem a obtenção de lucro

---

<sup>78</sup> Francis v. United Jersey Bank, 432 A.2d 814.

<sup>79</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 107.

<sup>80</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 109. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 09/2009, Rel. Luciana Dias. j. em 21 jul. 2015.

<sup>81</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 304.

<sup>82</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 108.

<sup>83</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 255.



pela sociedade e o atingimento de seus interesses, bem como assegurar a continuidade da produção de bens ou da prestação serviços por parte da companhia.<sup>84</sup>

A doutrina norte-americana não identifica aspecto do *duty of care* correspondente. Entretanto, pode-se entender que esse dever, quanto à gestão ordinária e extraordinária da companhia, relaciona-se ao dever de tomar decisões razoáveis, uma vez que a gestão engloba a tomada de decisões. O mesmo pode ser dito a respeito do dever de frequentar as reuniões do Conselho de Administração ou do dever de revisar regularmente as demonstrações financeiras, se optar-se pela classificação de Clark.

### 2.4.3 Dever de se informar

O terceiro aspecto do dever de diligência é o dever de se informar. Segundo esse dever, os administradores devem adquirir todas as informações que julgarem necessárias antes de tomar decisões relevantes e têm obrigação permanente de se manterem informados sobre as atividades da companhia.<sup>85</sup>

Assim, trata-se de um complemento ao dever de se qualificar: enquanto este impõe que o administrador adquira conhecimento técnico sobre a companhia e seu funcionamento para a assunção e posse do cargo, aquele determina que o administrador, durante o exercício das suas funções, mantenha-se atualizado a respeito do andamento dos negócios da companhia, as operações nas quais está envolvida e outros fatos relevantes à sua operação.<sup>86</sup>

Parente, citando Ballantine, afirma que os administradores devem se informar sobre as condições do negócio, a forma como ele está sendo conduzido, as políticas da companhia, seus produtos e publicidade, bem como as dificuldades que têm sido enfrentadas.<sup>87</sup> Adamek acrescenta que as informações a serem obtidas incluem os conhecimentos do ramo de atuação da empresa, além de ressaltar o dever de buscar aconselhamento antes de tomar decisões que envolvam expertise fora de sua área.<sup>88</sup>

---

<sup>84</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 108.

<sup>85</sup> GEVURTZ, Franklin A. Corporation law. 2nd. ed. St. Paul, MN: Thomson Reuters, 2010.

<sup>86</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 353-354.

<sup>87</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 114.

<sup>88</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 135.

Em suma, os administradores devem tomar decisões informadas.<sup>89</sup> Para tanto, devem frequentar as reuniões do Conselho de Administração ou da Diretoria regularmente, revisar os balanços e demonstrações financeiras<sup>90</sup>, manter-se a par das práticas da indústria, bem como das condições do mercado, entre outras.

Diversos autores ressaltam que os administradores não têm a obrigação de obter todas as informações disponíveis a respeito da questão para tomar uma decisão, pois reconhecem que informações são custosas, tomando tempo e dinheiro.<sup>91</sup> Dessa forma, os seus custos podem não compensar seus resultados, ou sua busca incessável pode resultar na perda de oportunidades de negócios.

Assim, esses autores argumentam que os administradores devem obter todas as informações razoáveis diante da situação da companhia e da decisão em questão. Bainbridge discorda, afirmando que cabe ao administrador decidir quais e quantas informações devem ser adquiridas antes de tomar uma decisão.<sup>92</sup> Esse ponto será abordado na seção 3.3.4.

Esse aspecto do dever de diligência encontra correspondência direta com aspecto do *duty of care*. Trata-se da obrigação de se manter a par das informações e atividades da companhia.

Uma decisão frequentemente citada a esse respeito é a proferida pela Suprema Corte de Delaware, no caso *Smith v. Van Gorkom*. A questão a ser decidida era se os membros do Conselho de Administração da Trans Union Corporation estavam devidamente informados a respeito da decisão de incorporar a companhia na New T Company. Para decidi-lo, a Corte estabeleceu que para uma decisão de negócio ser considerada informada, os conselheiros devem obter todas as informações relevantes razoavelmente disponíveis. Além disso, partiu dos seguintes fatos: (i) a reunião que aprovou a incorporação durou cerca de duas horas; os conselheiros (ii) não solicitaram um laudo de avaliação da companhia; (iii) não questionaram o Diretor Financeiro a respeito da atratividade da proposta; (iv) não examinaram os documentos relativos à venda. A Corte, por fim, concluiu que os conselheiros não se informaram adequadamente a respeito da operação ou do valor

---

<sup>89</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. *Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities*. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 2-46.

<sup>90</sup> GEVURTZ, Franklin A. *Corporation law*. 2nd. ed. St. Paul, MN: Thomson Reuters, 2010.

<sup>91</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. *Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities*. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 2-46. COX, James D. *On corporations*. 2nd.ed. New York: Aspen Publishers, 2003, p. 499. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 119-120. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 353-354. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro*. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 29.

<sup>92</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 242, p. 279-280.

da companhia, tendo apenas aceitado a proposta sem questionamentos ou investigações. Dessa forma, os administradores foram condenados por violação ao dever de diligência.<sup>93</sup>

A decisão proferida nesse caso foi muito criticada.<sup>94</sup> Foi caracterizada como “uma comédia de erros”<sup>95</sup>, como “uma das piores decisões na história do direito empresarial”<sup>96</sup>, e como uma “atrocidade”<sup>97</sup>. Entretanto, apesar disso, é entendida como uma das decisões mais importantes do direito empresarial.<sup>98</sup> Isso se deve à cadeia de eventos instaurada após a sua prolação.

Preocupações a respeito da responsabilização de administradores, indisponibilidade de seguros para diretores e conselheiros e relutância de profissionais em servir como membros do Conselho de Administração foram algumas das consequências da decisão exarada pela Suprema Corte de Delaware.<sup>99</sup> Diante disso, diversos estados promoveram alterações legislativas para permitir que as companhias, com a aprovação dos acionistas, limitassem ou eliminassem a responsabilidade de seus administradores.<sup>100</sup> A título de exemplo, cita-se o *Delaware General Corporation Law*, que, em sua seção § 102 (b) (7), autoriza a adoção de cláusula que limite ou elimine a responsabilidade pessoal de um conselheiro por prejuízos resultantes de descumprimento do dever de diligência.<sup>101</sup> Tais cláusulas foram amplamente adotadas.<sup>102</sup>

No Brasil, esse aspecto do dever de diligência foi discutido no Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº 25/03, instaurado para, dentre outras razões, apurar a ocorrência de irregularidades na alienação do controle acionário da TNL PCS S.A., para a TELEMAR NORTE

<sup>93</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (1985)

<sup>94</sup> SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. Delaware Journal of Corporate Law, Wilmington, v. 22, p. 287-309. 2008, p. 289. Disponível em: <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-ENDURING-LEGACY-OF-SMITH-V.-VAN-GORKOM.pdf>> Acesso em: 06 jul. 2017.

<sup>95</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (1985).

<sup>96</sup> FISCHER, Daniel R. The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. Business Lawyer, v. 40, August, 1985, p. 12.

<sup>97</sup> MANNING, 1985 apud SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. Delaware Journal of Corporate Law, Wilmington, v. 22, p. 287-309. 2008, p. 289. Disponível em: <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-ENDURING-LEGACY-OF-SMITH-V.-VAN-GORKOM.pdf>> Acesso em: 06 jul. 2017.

<sup>98</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. Smith v. Van Gorkom. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-13. 12 May 2008. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1130972](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130972)

<sup>99</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 22.

<sup>100</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 22.

<sup>101</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015, p. 9.

<sup>102</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015, p. 9. SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. Delaware Journal of Corporate Law, Wilmington, v. 22, p. 287-309. 2008, p. 289. Disponível em: <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-ENDURING-LEGACY-OF-SMITH-V.-VAN-GORKOM.pdf>> Acesso em: 06 jul. 2017.

LESTE S.A., pela TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES S.A., controladora de ambas as companhias, que decidiu concentrar as operações de telefonia em uma só companhia.<sup>103</sup>

O relator do caso, Eli Loria, afirmou que, para cumprir o dever de se informar, os administradores da Telemar deveriam ter coletado “o maior número possível de informações sobre a matéria objeto de deliberação”<sup>104</sup>. Sua posição, assim, parece ir de encontro ao proposto por Bainbridge. Entretanto, posteriormente ressalta que:

Somente a análise de cada situação concreta irá demonstrar o grau de informação a ser exigido dos administradores e quais as informações suficientes, considerando-se, dentre outras, o conhecimento anterior da matéria, o tempo para tomada de decisão, sua importância para empresa, a possibilidade de perda do negócio, o custo para obtenção de informações, bem como as vantagens e desvantagens da medida proposta. Há de se considerar, portanto, o tempo, o custo e a extensão da investigação, cabendo ao administrador ponderar as vantagens e desvantagens de realizar ou requerer um estudo mais aprofundado sobre as informações fornecidas a fim de suprir os eventuais questionamentos e imprecisões.<sup>105</sup>

Reconhece, assim, que cabe ao administrador verificar quanta informação é necessária e como obtê-la.

Quando da análise do caso concreto, identificou que as seguintes informações foram adquiridas pelos administradores da Telemar: (i) laudo de avaliação do patrimônio líquido da TNL elaborado pela Ernst & Young; (ii) *fairness opinion* preparada J.P. Morgan; e (iii) pareceres de advogados acerca da operação. Por reunir tais informações, conclui-se que os administradores procuraram tomar uma decisão informada, cumprindo, assim, sua obrigação de se informar. Entretanto, falharam por não analisar criticamente as informações adquiridas, tendo sido condenados, dessa forma, em razão do descumprimento do dever de investigar, que será estudado a seguir.<sup>106</sup>

#### 2.4.4 Dever de investigar

Os administradores também possuem o dever de investigar. Esse dever impõe a obrigação de avaliar de forma crítica as informações obtidas para dois propósitos: (i) verificar se são suficientes para tomar uma decisão adequada; (ii) detectar potenciais problemas na operação da

<sup>103</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria, j. em 28 mar. 2008.

<sup>104</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria, j. em 28 mar. 2008.

<sup>105</sup> *Ibidem*.

<sup>106</sup> *Ibidem*.

companhia e no desenvolvimento de suas atividades.<sup>107</sup> Esse dever equivale ao *duty to inquire* norte-americano.

Trata-se de um dever cuja execução é episódica e pouco frequente, mas cuja responsabilidade é permanente, estando presente todos os dias.<sup>108</sup> Sua execução é episódica, porque somente se impõe diante de informações incompletas superficiais ou imprecisas<sup>109</sup> ou diante de circunstâncias que suscitem motivo de preocupação (*red flags*)<sup>110</sup>. Assim, pode ser desencadeado em função de informações adquiridas em função do dever de se informar, em função do dever de monitorar, ou por acaso. Entretanto, sua responsabilidade é contínua, pois o administrador deve estar sempre em alerta para tais sinais de problemas na companhia.<sup>111</sup>

De qualquer forma, uma vez diante de informações incompletas ou de *red flags*, os administradores não podem ignorá-los, devendo buscar mais informações ou investigar o assunto mais detalhadamente. A forma, conveniência, oportunidade, amplitude e profundidade da investigação são questões a serem decididas pelo administrador.<sup>112</sup>

A doutrina e a CVM ressaltam que, no cumprimento desse dever, o administrador pode confiar nas informações que lhe são fornecidas por empregados, auditores, consultores, advogados, ou demais administradores, especialmente tratando-se de informações técnicas.<sup>113</sup> Entretanto, caso desconfie da veracidade de tais informações, deve examiná-las minuciosamente, investigando o seu conteúdo.<sup>114</sup> Os administradores, enfim, devem analisar criticamente as informações.

Nos Estados Unidos, os ALI's Principles fornecem orientação similar:

<sup>107</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 120.

<sup>108</sup> MANNING, 19844 apud EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers. University of Pittsburgh Law Review, Pittsburgh, v. 51:945, n. 4, p. 945-972, 1990, p. 956.

<sup>109</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 125. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 32.

<sup>110</sup> EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers. University of Pittsburgh Law Review, Pittsburgh, v. 51:945, n. 4, p. 945-972, 1990, p. 956.

<sup>111</sup> EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers. University of Pittsburgh Law Review, Pittsburgh, v. 51:945, n. 4, p. 945-972, 1990, p. 956.

<sup>112</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 32.

<sup>113</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 32. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

<sup>114</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

§ 4.02 Reliance On Directors, Officers, Employees, Experts, And Other Persons

In performing his or her duties and functions, a director or officer who acts in good faith, and reasonably believes that reliance is warranted, is entitled to rely on information, opinions, reports, statements (including financial statements and other financial data), decisions, judgments, and performance (including decisions, judgments, and performance within the scope of § 4.01(b)) prepared, presented, made, or performed by:

- (a) One or more directors, officers, or employees of the corporation, or of a business organization [§ 1.04] under joint control or common control [§ 1.08] with the corporation, who the director or officer reasonably believes merit confidence; or
- (b) Legal counsel, public accountants, engineers, or other persons who the director or officer reasonably believes merit confidence.<sup>115</sup>

Esse dever foi objeto do julgamento do PAS CVM nº 18/2008, instaurado para apurar a responsabilidade dos administradores da Sadia S.A. por descumprimento do dever de diligência em relação a operações envolvendo derivativos. Foi motivado pelas perdas superiores a 760 milhões de reais experimentadas pela Sadia, em função da liquidação antecipada de operações com derivativos que comprometiam mais de 20% do patrimônio líquido da empresa, em desrespeito à política financeira da companhia.<sup>116</sup>

No âmbito desse processo, o Colegiado da CVM definiu o referido dever da seguinte forma: “como corolário do dever de diligência, impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas.”<sup>117</sup> Aplicando tal conceito, a CVM entendeu que os membros do Comitê de Auditoria e do Comitê Financeiro, responsáveis pelo monitoramento do gerenciamento de riscos e pela política financeira, respectivamente, descumpriram seu dever de investigar, pois diante de informações incompletas a respeito do cumprimento da política financeira da companhia não solicitaram mais informações ou avaliaram a exposição ao risco a que estava sujeita a Sadia:

De todo modo, é certo que os membros do Comitê Financeiro não cumpriram com o seu dever de analisar, com rigor, as informações prestadas pelo Diretor Financeiro. Se não receberam nenhuma informação, deveriam ter procurado por alguma. Se as informações eram insuficientes, deveriam ter buscado por mais.<sup>118</sup>

<sup>115</sup> “§4.02 Confiança nos Conselheiros, Diretores, Empregados, Especialistas e em Outras Pessoas. “Ao desempenharem seus deveres e funções, um conselheiro ou diretor, agindo de boa-fé e acreditando razoavelmente que sua confiança está garantida, tem o direito de confiar em informações, pareceres, relatórios, demonstrativos (inclusive os demonstrativos financeiros e outros dados financeiros), decisões, julgamentos e desempenhos (incluindo as decisões, julgamentos e desempenhos dentro da alçada do §4.01 (b)) preparados, apresentados, feitos ou desempenhados por: a) Um ou mais conselheiros, diretores ou empregados da companhia ou de uma organização comercial [§1.04] cujo controle acionário seja conjunto ou comum [§ 1.08] com a companhia e nos quais o conselheiro ou diretor razoavelmente acredita poder confiar; ou b) Advogados, auditores, engenheiros ou outras pessoas em quem o conselheiro ou diretor razoavelmente acredita poder confiar.” THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of corporate governance: analysis and recommendations. St. Paul, Minn., 1994, v.1, p. 196, (Tradução nossa).

<sup>116</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

<sup>117</sup> Ibidem.

<sup>118</sup> Ibidem.

Assim, além de falhas no dever de se informar e no dever de vigiar, os administradores incorreram em falhas no dever de investigar.

#### 2.4.5 Dever de vigiar

Por fim, o último aspecto do dever de diligência é o dever de vigiar, que se assemelha ao *duty to monitor*, conforme delineado pela doutrina e jurisprudência norte-americanas. Para cumprir esse dever, os administradores devem fiscalizar e monitorar o andamento dos negócios sociais, bem como a atuação dos outros administradores e de seus subordinados.<sup>119</sup> Ou seja, os administradores devem ser vigilantes e devem questionar as práticas adotadas pela companhia, visando aos interesses desta.<sup>120</sup>

Trata-se de uma obrigação individual de cada membro da administração e não uma obrigação colegiada.<sup>121</sup> Assim, cada administrador, em sua capacidade individual, deve se manter a par das atividades da administração, exercer juízo crítico sobre as decisões e ações dos órgãos administrativos, bem como sobre as políticas da companhia, fazendo com que as questões relevantes sejam ponderadas.<sup>122</sup>

Caso, no cumprimento do seu dever, o administrador identifique desvios da lei ou do estatuto, violação dos deveres dos acionistas, ou comportamentos nocivos à companhia, deve tomar as medidas necessárias para impedi-los, evitá-los ou reduzir seus efeitos.<sup>123</sup> Deve, ainda, avaliar a performance de seus subordinados e dos demais administradores – sejam eles membros do mesmo órgão de administração ou de órgão distinto, substituindo aqueles cujo desempenho ficar aquém do esperado, se possível.<sup>124</sup>

---

<sup>119</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 127.

<sup>120</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, pp. 2-6-2-7.

<sup>121</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 180.

<sup>122</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, pp. 2-6-2-7. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 180.

<sup>123</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 180.

<sup>124</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 129; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 179-180; BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, pp. 2-6-2-7.

Além disso, a depender do tamanho da companhia, o dever de diligência exige a instalação de um sistema interno de monitoramento e denúncia, bem como a revisão da adequação e eficiência dos mecanismos e procedimentos de tal sistema.<sup>125</sup> Esse sistema deve permitir que informações relevantes à gestão da companhia sejam noticiadas à Administração, de forma que tenham ciência do que está acontecendo e que possam identificar e prevenir as violações ou desvios mencionados anteriormente. Eisenberg ressalta que esse é o principal aspecto do dever de vigilância.<sup>126</sup> Reconhecendo a importância de tal sistema, a Lei Anticorrupção prevê, em seu art. 7º, inciso VIII, que as sanções aplicáveis às pessoas jurídicas responsáveis pelos atos lesivos serão minoradas em caso de “existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica.”<sup>127</sup>

Não se exige, entretanto, que os administradores supervisionem detalhadamente todas as atividades da companhia, ou obtenham informações a respeito de todos os negócios sociais, mas que acompanhem e monitorem de forma ampla os assuntos corporativos e as políticas da empresa.<sup>128</sup> Ou seja, não é necessária uma vigilância analítica, mas sim uma vigilância sintética<sup>129</sup>:

The duty to monitor does not require a director to acquire information on all aspects of a corporation's activities. As a practical matter, this would be infeasible. It would also be undesirable, because the benefits of acquiring information on some activities might not be worth the costs. Furthermore, the resulting overload might well inhibit the director's understanding of significant information. Accordingly, it is consistent with the monitoring obligation to give little or no attention to a given matter, depending on the status and scope of the matter, the reasonableness of delegations concerning the matter, and the director's judgment on such issues as the ripeness of the matter and its practical importance.<sup>130</sup>

<sup>125</sup> EISENBERG, Melvin A. The duty of care of corporate directors and officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, n. 4, p. 945-972, summer 1990, p. 952. GEVURTZ, Franklin A. *Corporation law*. 2nd. ed. St. Paul, MN: West.; Thomson Reuters, 2010, p. 282. SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 7. In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (1996).

<sup>126</sup> EISENBERG, Melvin A. The duty of care of corporate directors and officers. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 51, n. 4, p. 945-972, summer 1990, p. 952

<sup>127</sup> BRASIL. Lei n. 12.846, de 1º de agosto de 2013. Planalto. Disponível em:

< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

<sup>128</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356. Francis v. United Jersey Bank.

<sup>129</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 127.

<sup>130</sup> “O dever de monitorar não requer que o conselheiro adquira informações sobre todos os aspectos das atividades de uma empresa. Na prática, isso seria inviável. Também não seria desejável, porque os benefícios de adquirir informações sobre algumas atividades podem não valer tanto quanto os custos. Além disso, a sobrecarga resultante pode muito bem inibir a compreensão do conselheiro de informações importantes. Por conseguinte, é consistente com a obrigação de monitorar prestar pouca ou nenhuma atenção a um assunto determinado, dependendo do status e do alcance do assunto, da razoabilidade das delegações sobre o assunto e do julgamento do conselheiro sobre questões como a maturidade do assunto e sua importância prática.” EISENBERG, Melvin A. *The Duty of Care of Corporate Directors and officers*. *University of Pittsburgh Law Review*, 1989, p. 954, (Tradução nossa).



Verificaram-se violações ao dever de vigiar em dois dos casos mencionados anteriormente. Em *Francis v. United Jersey Bank*, além das falhas no dever de se qualificar, Lilian Pritchard incorreu em falhas no dever de vigiar, por não monitorar a performance dos demais administradores, ou supervisionar as atividades da companhia. Em suma, Lilian Pritchard tinha a obrigação de ter uma noção básica dos negócios desenvolvidos pela sociedade e supervisioná-los. Para tanto, deveria analisar o balanço e as demonstrações financeiras, bem como desenvolver um sistema apto a detectar e prevenir práticas ilegais ou antiéticas adotadas por outros conselheiros ou diretores. Ao não fazer isso, a administradora deixou de observar que as políticas da companhia davam azo a irregularidades e que Charles Jr. e William, aproveitando-se de tais brechas, estavam se apropriando indevidamente do dinheiro de seus clientes. Assim, a Suprema Corte de Nova Jersey condenou-a a reparar os prejuízos sofridos pelos credores da sociedade.<sup>131</sup>

Outro caso que merece destaque quanto a esse aspecto do dever de diligência foi objeto de julgamento pelo Colegiado da CVM sob nº PAS 18/08. Na seção anterior, expôs-se a condenação imposta aos membros do Comitê de Auditoria e de Finança. Quanto ao dever de vigiar, deve-se analisar a atuação do Conselho de Administração, responsável por monitorar o cumprimento das normas de operação e administração da sociedade e por acompanhar a gestão e desempenho dos diretores. Para cumprir seus deveres, os conselheiros tinham a obrigação de adotar e monitorar sistemas de controles, eficazes em aferir a observância das políticas internas da companhia. Especificamente quanto ao caso em questão, deveriam implantar e controlar sistema de monitoramento de riscos, apto a verificar a conformidade das práticas adotadas com a política financeira. Considerando que o sistema em operação na Sadia não previa canais de comunicação entre a Gerência de Risco e os conselheiros, e que esses dependiam das informações fornecidas pela Diretoria Financeira para avaliar sua performance, concluiu-se que o sistema de monitoramento era ineficaz, não permitindo o monitoramento dos atos praticados pelo diretor financeiro, dos controles internos ou das operações realizadas. Dessa forma, os membros do Conselho de Administração da Sadia violaram seu dever de vigiar. A CVM, assim, condenou os conselheiros por descumprimento do dever de diligência.<sup>132</sup>

Em suma, em relação ao dever de vigiar, os administradores devem cumprir duas obrigações: devem implementar um sistema de monitoramento; e, tendo implementado tal sistema, monitorar e supervisionar as operações e atividades da companhia, mantendo-se assim informados sobre riscos ou problemas que envolvem a companhia.

---

<sup>131</sup> *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814.

<sup>132</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

O dever de diligência, assim, é o *standard* de conduta que deve ser seguido pelos administradores quando da condução dos negócios sociais. Desdobra-se em cinco aspectos: (i) dever de se qualificar para o exercício da função; (ii) dever de bem administrar; (iii) dever de se informar; (iv) dever de investigar; e (v) dever de vigiar. Pela análise conduzida, conclui-se que todos esses aspectos do dever de diligência encontram correspondência com os aspectos do *duty of care*, salvo o dever de bem administrar.

### 3 BUSINESS JUDGMENT RULE

Esse Capítulo versa sobre a *business judgment rule*. Será apresentada sua definição, seu conteúdo, seus aspectos processuais e materiais e sua função, conforme conceito construído pela jurisprudência norte-americana. Em seguida, são apresentadas as razões da existência e aplicação da *business judgment rule*, pincelando-se o posicionamento da doutrina brasileira e da CVM, para verificar se os fundamentos do *standard* são reconhecidos no país. Por fim, para que se possa averiguar a compatibilidade do instituto com o ordenamento jurídico brasileiro, são delineados os elementos do *standard*.

#### 3.1 DEFINIÇÃO

A *business judgment rule* é um conceito desenvolvido pelos Tribunais norte-americanos para o julgamento de casos nos quais os acionistas ou a companhia pleiteiam a responsabilização dos administradores por decisões tomadas enquanto na administração da companhia. Sua origem remonta ao século XIX, quando a Suprema Corte de Louisiana, no julgamento do caso *Percy v. Millaudon*, decidiu que o simples fato de um administrador ter tomado uma decisão que resultou em prejuízo para a companhia não é suficiente para responsabilizá-lo.<sup>1</sup> Desde então, já foi citada em mais de 4.000 casos.<sup>2</sup> Entretanto, sua definição, natureza jurídica e elementos continuam a ser objeto de debate, tratando-se de um instituto continuamente em construção e em evolução. Justificasse, assim, a afirmação de Henry Manne, em 1967, repetida por Lyman Johnson, em 2005, Osmar Côrrea-Lima, também em 2005, e Mariana Pargendler, em 2015: “a *business judgment rule* representa um dos conceitos menos compreendidos de todo o campo societário”<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> “We are of opinion that on the occurrence of difficulties, in the exercise of it, which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues cannot make the agent responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us, to suppose the possession, and require the exercise, of perfect wisdom in fallible beings. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions. The reason given for the rule, namely, that if the mandatory had not accepted the office, a person capable of discharging the duty correctly, would have been found, is quite unsatisfactory.” *Percy v. Millaudon*, 8 Mart.(n.s.) 68.

<sup>2</sup> Conforme resultado de pesquisa obtido no site West Law Next.

<sup>3</sup> MANNE, Henry G. Our Two Corporation Systems: Law and Economics. *Virginia Law Review*, Charlottesville, vol. 53, n. 2, p. 259-284, Mar. 1967. JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. *Washington. The Business Lawyer*, Chicago, v. 60, 2005, p. 454. CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade anônima. 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 202. PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 1.

Apesar de ser um conceito em construção e ainda pouco compreendido, é consenso na doutrina que a *business judgment rule*, ou regra do julgamento de negócio, em tradução livre, não é uma regra propriamente dita. As regras definem uma conduta específica a ser adotada, e a avaliação de seu cumprimento deve ser feita a partir da análise da conduta praticada e da prescrita.<sup>4</sup> Dessa forma, considerando que a *business judgment rule* não prescreve um comportamento pontual a ser adotado ou uma conduta em particular a ser evitada pelos administradores, ela não pode ser considerada uma regra.<sup>5</sup>

Trata-se, na verdade, de um *standard*. Os standards dividem-se em *standards* de revisão e *standards* de conduta.<sup>6</sup> Como visto no capítulo anterior, o *standard* de conduta é uma diretriz genérica que indica o padrão de comportamento a ser seguido em determinada situação. O *standard* de revisão, por sua vez, é uma fórmula larga, um parâmetro, que prescreve o teste que deve ser aplicado pelos Tribunais quando do julgamento da conduta de um agente para determinar se esse deve ou não ser responsabilizado.<sup>7</sup> Frequentemente, o *standard* de conduta e o *standard* de revisão se confundem.<sup>8</sup> Em direito societário, entretanto, é comum que os standards se afastem.<sup>9</sup>

Assim, enquanto o dever de diligência é o *standard* de conduta aplicável aos administradores por ações e decisões desinteressadas tomadas na administração de companhias, a *business judgment rule* é o *standard* de revisão a ser aplicado pelos Tribunais quando da análise do cumprimento do dever de diligência. Esses *standards* diferem, na medida em que o exame conduzido sob a *business judgment rule* é menos abrangente, e seus elementos, menos rigorosos aos administradores, permitindo apenas uma revisão limitada das decisões de negócio. Dessa maneira a *business judgment rule* é, em verdade, um *standard* para a não revisão, que não permite a revisão do mérito de decisões de negócio tomadas por administradores.<sup>10-11</sup> Não se trata, portanto, de verificar

---

<sup>4</sup> DOOLEY, Michael P. Rules, Standards, and the Model Business Corporation Act. Law and Contemporary Problems, Durham, vol. 74-45, p. 45-56, inverno 2011, p. 45.

<sup>5</sup> BRANSON, Douglas M. The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule. Valparaiso University Law Review, Valparaiso, v. 36, verão de 2002, p. 1.

<sup>6</sup> EISENBERG, Melvin A. The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law. Forham Law Review. v. 62. n. 3. 1993, p. 437-468, p. 437.

<sup>7</sup> Ibidem, p. 437.

<sup>8</sup> Ibidem, p. 437.

<sup>9</sup> Ibidem, p. 438.

<sup>10</sup> BRANSON, Douglas M. The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule. Valparaiso University Law Review, Valparaiso, v. 36, verão de 2002, p. 1.

<sup>11</sup> Contra, Bainbridge afirma que a *business judgment rule* é uma *doctrine of abstention*. BAINBRIDGE, Stephen M., The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. Law & Economics Research Paper Series. Los Angeles, n. 03-18, July 29, 2003.

se os administradores descumprirem um preceito tudo-ou-nada previsto em uma regra, mas sim de averiguar se sua conduta satisfaz os requisitos de um *standard* para abstenção judicial.<sup>12</sup>

A respeito do conteúdo da *business judgment rule*, a posição mais difundida pelas Cortes e pela doutrina é que o *standard* estabelece uma presunção.<sup>13</sup> Nesse sentido, a definição mais citada é aquela proferida pela Suprema Corte de Delaware, no caso *Aronson v. Lewis*<sup>14</sup>, segundo a qual a *business judgment rule* estabelece uma presunção relativa de que, ao tomar uma decisão de negócios, os administradores da companhia atuaram de maneira informada, de boa-fé, e no interesse da companhia.<sup>15</sup>

Quanto ao aspecto processual da *business judgment rule*, cabe ao autor da ação de responsabilidade comprovar que o administrador violou o seu dever de lealdade ou de diligência, afastando a presunção estabelecida pela *business judgment rule*.<sup>16</sup> Para tanto, o demandante incumbe-se de comprovar que algum dos elementos do *standard* não está presente, isto é, que a ação não versa sobre uma decisão negocial; que o administrador é interessado ou não é independente; que o administrador não agiu de boa-fé; ou que o processo empregado para a tomada de decisão não foi diligente.

Quanto ao aspecto material da *business judgment rule*, se o autor não se desincumbir desse ônus, os Tribunais não irão avaliar o mérito da decisão de negócio questionada, e o administrador não será pessoalmente responsabilizado pela decisão – ainda que essa seja equivocada, ou até mesmo desastrosa – salvo se restar comprovada fraude, ilegalidade ou desperdício de recursos da sociedade.<sup>17</sup>

<sup>12</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 283.

<sup>13</sup> Contra, ver Bainbridge, que afirma que se trata de uma assunção, e não uma presunção propriamente dita: "the business judgment is not a presumption in the strict evidentiary sense of the term. Instead, it is more in the nature of an assumption; namely courts assume they should not review director decisions absent fraud, illegality or self-dealing." BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 269-270.

<sup>14</sup> Esse trecho foi citado 385 vezes por outros casos. No total, a decisão foi citada mais de 10.000 vezes. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805.

<sup>15</sup> Nesse sentido: PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 3. SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 4. PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 20. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 96. KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. *Liability of Corporate Officers and Directors*. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 202.

<sup>16</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 6.

<sup>17</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. *The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 57. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc*, 634 A.2d 345 (1993).

Se, entretanto, o demandante, fundado em fatos e alegações específicas, provar que algum dos elementos não está presente no caso, a presunção será afastada.<sup>18</sup> Nessa hipótese, o ônus da prova será transferido ao administrador, que deverá demonstrar que a operação ou decisão foi justa para a companhia e para seus acionistas.<sup>19</sup> Ou seja, apenas quando a presunção da *business judgment rule* é superada é que as Cortes irão avaliar o mérito da decisão e verificar se ela foi razoável e se as operações resultantes foram justas.<sup>20</sup> Para tanto, aplicam o teste da *entire fairness*.<sup>21</sup> Com esse teste, avalia-se a justiça da decisão sob dois aspectos: negociação e preço.<sup>22</sup> A negociação é justa se os administradores, em todo o processo negocial, adotaram uma conduta proba e diligente e divulgaram aos demais administradores ou à companhia os aspectos relevantes da operação. O preço, por sua vez, é justo se consiste nas melhores condições razoavelmente disponíveis para a companhia ou seus acionistas sob as circunstâncias.<sup>23</sup>

Em razão disso, muitos autores afirmam que a principal função da *business judgment rule* é alocar o ônus da prova.<sup>24</sup> Entretanto, o ônus de provar é de quem alega.<sup>25</sup> Assim, independentemente da aplicação do *standard*, o autor da ação é quem detém o ônus de comprovar a responsabilidade do administrador; de comprovar que este descumpriu algum de seus deveres, pois esse é fato constitutivo do seu direito. Da mesma forma, o réu, ou o administrador, é quem detém o ônus de demonstrar que a transação foi justa, se o autor se desincumbir de seu ônus, pois esse é fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor. Dessa forma, conforme ressaltado por Knepper, a *business judgment rule* não inverte ou aloca o ônus da prova, que continua sendo de

<sup>18</sup> “Plaintiffs may rebut the presumption that the board’s decision is entitled to deference by raising a reason to doubt whether the board’s action was taken on an informed basis or whether the directors honestly and in good faith believed that the action was in the best interests of the corporation. Thus, plaintiffs must plead particularized facts sufficient to raise (1) a reason to doubt that the action was taken honestly and in good faith or (2) a reason to doubt that the board was adequately informed in making the decision.” In re Walt Disney Derivative Litigation (907 A.2d 693 [2005]).

<sup>19</sup> Mc Mullin v. Beran e Solomon, 747 A.2d at 1112.

<sup>20</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 64.

<sup>21</sup> Grobow v. Perot, 526 A.2d 914 (1987). In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litig., C.A No. 2808-VCS (Del. Ch. Sept. 19, 2008). In re Franklin National Bank Securities Litigation, 2 B.R. 687, 707 (E.D.N.Y. 1979).

<sup>22</sup> Cede & Co. v. Technicolor, Inc, 634 A.2d 345 (1993).

<sup>23</sup> Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc, 559 A.2d 1261 (1988). KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-48.

<sup>24</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 99. BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 55.

<sup>25</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-10.

quem alega. Em verdade, apenas estabelece o que deve ser provado para que o autor comprove a responsabilidade do administrador.<sup>26</sup>

Acompanhando o posicionamento de Knepper, Bainbridge argumenta que a função da *business judgment rule* é estabelecer um equilíbrio entre dois modelos de governança corporativa que estão em tensão permanente: a necessidade de preservar a discricionariedade decisória dos administradores e a necessidade de responsabilizá-los por suas decisões.<sup>27</sup>

Preservar a discricionariedade decisória dos administradores é necessário, uma vez que o sistema de tomada de decisões só é eficiente na medida em que a autoridade dos administradores é respeitada, e as decisões de negócios não são submetidas à revisão judicial.<sup>28</sup> Imagine-se um cenário no qual todas decisões pudessem ser questionadas e alteradas judicialmente. Toda vez que insatisfeitos, então, os acionistas ajuizariam ação judicial para ver modificada a decisão tomada pelo administrador. Ou seja, os administradores perderiam sua autoridade se as suas decisões fossem frequentemente submetidas à revisão judicial, pois esta seria transferida aos juízes, que deteriam a palavra final.<sup>29</sup> Isso não é desejável, pois, ao contrário dos administradores de companhias, os juízes não estão sujeitos a qualquer tipo de mecanismo de controle do mercado ou da companhia, nem são obrigados a prestar contas. Além disso, tal modelo provocaria instabilidade, desperdício de recursos judiciais e insegurança jurídica.

Em contraposição, é necessário responsabilizar os administradores por suas ações, uma vez que são encarregados da administração de bens alheios. Como visto no Capítulo 1, é justamente em decorrência da separação entre controle e titularidade e da posição de confiança em que se encontram os administradores que foram desenvolvidos os deveres fiduciários. Assim, é preciso dar efetividade aos deveres fiduciários, responsabilizando os administradores quando do seu descumprimento.

Ou seja, com a aplicação da *business judgment rule*, busca-se construir um regime de responsabilidade dos administradores que seja eficaz em prevenir abusos do poder social e, ao

---

<sup>26</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-10.

<sup>27</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, p. 242.

<sup>28</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, p. 242.

<sup>29</sup> BAINBRIDGE, Stephen M., The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. Law & Economics Research Paper Series. Los Angeles, n. 03-18, July 29, 2003, p. 41.

mesmo tempo, outorgue ampla discricionarieidade aos administradores na condução dos negócios sociais.<sup>30</sup>

### 3.2 RAZÕES DA BUSINESS JUDGMENT RULE

A *business judgment rule* tem por finalidade proteger os administradores de sociedades anônimas de serem responsabilizados por erros honestos de julgamento. Com sua aplicação, busca-se estabelecer um equilíbrio entre a necessidade de encorajar a tomada de riscos e a inovação por parte dos administradores e a necessidade de controle jurisdicional de condutas ilícitas ou de comportamentos nocivos à sociedade.<sup>31</sup>

Segundo os ALI's Principles, a *business judgment rule* é necessária para proteger os diretores e conselheiros dos riscos inerentes à revisão *ex post* das decisões de negócios e para estimular a inovação e a atividade empreendedora.<sup>32</sup> Serve também para limitar a interferência do Poder Judiciário nas decisões tomadas no âmbito das companhias.

No Brasil, a CVM afirma que evita o reexame de decisões negociais, justificando que:

(i) o administrador está em melhor posição para decidir em prol do interesse da companhia do que a CVM; (ii) o reexame de decisões negociais pela CVM pode desencorajar a assunção de riscos inerentes à atividade empresarial e levar a uma burocratização desnecessária do processo decisório; e (iii) os acionistas e o mercado de trabalho já policiam a conduta dos administradores, recompensando os diligentes e punindo os negligentes.<sup>33</sup>

Em suma, aplica-se a *business judgment rule* por quatro fatores principais: (i) é desejável que os administradores tomem decisões arriscadas; (ii) a responsabilização dos administradores por erros desencorajaria profissionais competentes de assumir cargos na administração de companhias; (iii) a revisão *ex post* das decisões tende a levar em conta o seu resultado; e (iv) juízes não são especialistas em negócios, não sendo desejável que substituam os administradores na administração de companhias.

<sup>30</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 97.

<sup>31</sup> HARRIGAN, Bryan. Corporate Social Responsibility in the 21st Century: Debates, Models and Practices Across Government, Law and Business. Edward Elgar: 2010, Northampton.

<sup>32</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of corporate governance: analysis and recommendations. St. Paul, Minn., 1994, v.1.

<sup>33</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria, j. em 28 mar. 2008.



### 3.2.1 É desejável que os administradores corram riscos

A *business judgment rule* justifica-se, em parte, pois os administradores devem correr riscos.

A tomada de riscos é imprescindível para o exercício da atividade empresarial.<sup>34</sup> Afinal, conforme afirmou Ubiratan Souza, “a fonte principal do lucro é exatamente a incapacidade de todos os empresários, ao mesmo tempo, anteciparem corretamente o estado futuro do mercado”<sup>35</sup>. Há, assim, uma relação necessária entre risco e retorno: só é possível obter grandes retornos apostando em áreas de incerteza, o que geralmente é mais arriscado.<sup>36</sup>

No contexto de uma sociedade anônima, na qual os administradores são os responsáveis por gerir a companhia e definir os rumos do negócio, “é economicamente desejável que os administradores tomem decisões arriscadas”<sup>37</sup>. É benéfico à companhia e, conseqüentemente, aos acionistas, que os administradores se aventurem em zonas de risco e incerteza que tenham o potencial de atrair bons resultados nos negócios.<sup>38</sup> Em suma:

The business judgment rule recognizes that business decisions frequently entail risk and uncertainty and encourages directors to engage in ventures which have potential for great profit but which may entail some risk. Indeed, risk is at the heart of any business. For efficiency reasons, corporate decision makers should be permitted to act decisively and with relative freedom from a judge’s or jury’s subsequent second guessing. It is desirable to encourage directors and officers to take business risks.<sup>39</sup>

Dessa forma, é necessário assegurar aos administradores que não serão responsabilizados pessoalmente por decisões tomadas de boa-fé, de maneira informada e no interesse da sociedade, e oferecer proteção às suas decisões.<sup>40</sup> Do contrário, o receio da revisão das decisões e da

<sup>34</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 9.

<sup>35</sup> IORIO DE SOUZA, 1995 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 96.

<sup>36</sup> COX, James D. On corporations. 2nd.ed. New York: Aspen Publishers, 2003, p. 480.

<sup>37</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 130.

<sup>38</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 96.

<sup>39</sup> “A *business judgment rule* reconhece que decisões de negócio frequentemente envolvem risco e incerteza e encoraja os diretores a se envolverem em empreendimentos que têm potencial para obter grandes ganhos, mas que podem implicar algum risco. De fato, o risco está no cerne de qualquer negócio. Por razões de eficiência, os responsáveis por tomar decisões no âmbito da companhia devem ser autorizados a agir de forma decisiva e com relativa liberdade de uma revisão subsequente de um juiz ou júri. É desejável encorajar diretores e diretores a assumirem riscos comerciais.” BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The *business judgment rule*: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 31, (Tradução da autora).

<sup>40</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356.

responsabilização pessoal acabaria por incentivar práticas excessivamente zelosas e por inibir os administradores de perseguirem estratégias arriscadas, mas que parecem prometer ótimos retornos.<sup>41</sup>

Como ressaltado, no caso *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*<sup>42</sup>, um dos objetivos da *business judgment rule* é exatamente esse: permitir que os administradores "realizem operações arriscadas sem o fantasma de serem responsabilizados pessoalmente se os resultados dessas decisões forem negativos"<sup>43</sup>.

### 3.2.2 É necessário atrair diretores competentes

Além de ser necessária à tomada de riscos e ao desenvolvimento da atividade empresarial, a limitação da responsabilidade dos administradores é também essencial ao preenchimento dos cargos de administração.

Se os administradores fossem punidos por erros de julgamento, incorridos em boa-fé, nenhuma pessoa aceitaria assumir esse encargo. É o que observou a *United States District Court* de Ohio, no julgamento do caso *Granada Investments, Inc v. DWG Corp*:

if management were liable for mere good faith errors in judgment, few capable individuals would be willing to incur the financial and emotional risk of serving as a director or officer. Competent persons should be encouraged rather than deterred from seeking to serve as corporate managers.<sup>44</sup>

No Brasil, o Colegiado da CVM chegou à mesma conclusão no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 21/04:

as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões.<sup>45</sup>

---

<sup>41</sup> COX, James D. On corporations. 2nd.ed. New York: Aspen Publishers, 2003, p. 480. SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 192. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 116-117.

<sup>42</sup> *In re Citigroup Inc Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106, 140 (Del. Ch. 2009).

<sup>43</sup> *In re Citigroup Inc Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106, 140 (Del. Ch. 2009).

<sup>44</sup> “Se a administração fosse responsável por meros erros de julgamento em boa fé, poucos indivíduos capazes estariam dispostos a incorrer o risco financeiro e emocional de atuar como conselheiro ou diretor. As pessoas competentes devem ser encorajadas e não impedidas de procurar servir como gerentes corporativos.” *Granada Investments, Inc v. DWG Corp*, 717 F. Supp. 533 (N.D. Ohio 1989), (Tradução nossa).

<sup>45</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

Assim, para não afastar pessoas qualificadas, capacitadas e bem-intencionadas da administração de companhias, é preciso criar mecanismos que as assegurem que não serão responsabilizadas por decisões que, apesar de terem se mostrado incorretas e apesar de terem resultado em prejuízo, foram tomadas visando o interesse da companhia. Caso contrário, apenas pessoas aventureiras ou imprudentes se arriscariam a assumir cargos de direção, o que não é desejável.<sup>46</sup>

Dessa forma, a *business judgment rule*, ao fixar limites à revisão judicial das decisões negociais, atrai pessoas competentes aos cargos de administradores.<sup>47</sup> Afinal, conforme explicado pela *Chancery Court* de Delaware, ao eliminar a possibilidade de responsabilização pessoal por erros honestamente cometidos, a *business judgment rule* torna mais provável que pessoas qualificadas sirvam nos Conselhos de Administração<sup>48</sup>.

Conjugando os dois fatores até agora apresentados, chega-se à seguinte conclusão: ao contrário dos administradores, que investem grande parte do seu tempo e capital humano na companhia e cuja reputação depende do desempenho da sociedade, os acionistas, ao investirem em uma sociedade anônima aberta, pagam apenas o preço de emissão das ações, limitando a sua responsabilidade. Assim, por vezes, os administradores estão mais sujeitos aos riscos do empreendimento do que os próprios acionistas. Chancellor Allen, ao proferir seu voto em *Gagliardi v. TriFoods Intern*, reconhece o argumento:

Corporate directors of public companies typically have a very small proportionate ownership interest in their corporations and little or no incentive compensation. Thus, they enjoy (as residual owners) only a very small proportion of any "upside" gains earned by the corporation on risky investment projects. If, however, corporate directors were to be found liable for a corporate loss from a risky project on the ground that the investment was too risky (foolishly risky! stupidly risky! egregiously risky! you supply the adverb), their liability would be joint and several for the whole loss (with I suppose a right of contribution). Given the scale of operation of modern public corporations, this stupefying disjunction between risk and reward for corporate directors threatens undesirable effects. Given this disjunction, only a very small probability of director liability based on "negligence", "inattention", "waste", etc., could induce a board to avoid authorizing risky investment projects to any extent! Obviously, it is in the shareholders' economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet

---

<sup>46</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 97. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 193.

<sup>47</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 245.

<sup>48</sup> In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (1996).

minimal proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss.<sup>49</sup>

Se fossem obrigados a suportar todo esse risco, recebendo tão pouco dos retornos, os administradores não só não tomariam decisões arriscadas, limitando os lucros do negócio, mas sequer aceitariam servir no Conselho de Administração de companhias. Afinal, se administrar uma companhia implica aceitar responsabilidade por erros de negócio, por que atuar como administrador “quando os acertos se revertem preponderantemente em benefício alheio”?<sup>50</sup>

### 3.2.3 A revisão em retrospectiva das decisões tende a levar em conta o seu resultado

Além disso, deve-se levar em conta que a análise posterior das decisões tomadas pela administração é, no mínimo, imperfeita.

Os administradores frequentemente são obrigados a tomar decisões arriscadas em face de informações incompletas e imprecisas, em um período de tempo limitado, enfrentando a pressão do dia-a-dia empresarial.<sup>51</sup> Essas condições raramente são reproduzidas quando do julgamento dos administradores.

Pelo contrário, é comum que os resultados da decisão sejam sopesados na análise de sua qualidade, de forma que, diante de resultados desastrosos, uma decisão aparentemente razoável ao tempo que foi tomada, pareça imprudente quando de sua revisão.<sup>52</sup>

<sup>49</sup> “Os conselheiros de sociedades anônimas abertas geralmente têm uma participação proporcional muito pequena nas empresas que administram e pouca ou nenhuma compensação de incentivo. Assim, eles usufruem (como proprietários residuais) de apenas uma proporção muito pequena de quaisquer ganhos obtidos pela companhia em projetos de investimento arriscados. Se, no entanto, os conselheiros fossem considerados responsáveis por perdas em um projeto arriscado, com o argumento de que o investimento era muito arriscado (insensatamente arriscado! estupidamente arriscado! perigosamente arriscado! você escolhe o advérbio), sua responsabilidade seria conjunta e solidária para toda as perdas (com, eu suponho, um direito de contribuição). Dada a escala de operação das companhias públicas modernas, essa entorpecente disjunção entre risco e recompensa para conselheiros corporativos ameaça trazer efeitos indesejáveis. Dada esta disjunção, apenas uma probabilidade muito pequena da responsabilidade do conselheiro com base em “negligência”, “desatenção”, “desperdício”, etc., poderia induzir um conselho a evitar a autorização de projetos de investimento arriscados em qualquer medida! Obviamente, é no interesse econômico dos acionistas oferecer proteção suficiente aos conselheiros contra a responsabilidade por negligência, etc., para permitir que os conselheiros concluam que, na prática, não há risco de enfrentar a responsabilidade resultante de uma perda de negócios se eles agem em boa fé e seguem os padrões mínimos de atenção ao processo decisório.” *Gagliardi v. TriFoods Intern*, 683 A.2d 1049 (1996), (Tradução nossa).

<sup>50</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, pp. 4-5.

<sup>51</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 249. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 123.

<sup>52</sup> Nesse sentido, “a análise ex post do mérito da decisão empresarial é entorpecida pelos dados referentes aos resultados da decisão”. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São

Sendo assim, a *business judgment rule* busca evitar submeter os administradores a análises tendenciosas a respeito das decisões negociais tomadas no passado, de forma a evitar os efeitos previstos no julgamento do caso *Joy v. North*:

After the fact litigation is a most imperfect device to evaluate corporate business decisions. The circumstances surrounding a corporate decision are not easily reconstructed in a courtroom years later, since business imperatives often call for quick decisions, inevitably based on less than perfect information. The entrepreneur's function is to encounter risks and to conform uncertainty, and a reasoned decision at the time made may seem a wild hunch viewed years later against a background of perfect knowledge.<sup>53</sup>

Essa justificativa também é aceita pela CVM, que reconhece que a revisão posterior das decisões e ações é sempre feita a partir de circunstâncias distintas daquelas que cercavam os administradores à época dos fatos, sendo que o órgão revisor, seja ele o Judiciário ou a própria CVM, usualmente dispõe de mais tempo e de informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão de negócio.<sup>54</sup>

### 3.2.4 Juízes não são especialistas em negócios

Outro argumento utilizado para justificar a aplicação da *business judgment rule* é o fato de que juízes não são especialistas em negócios<sup>55</sup> e, portanto, não devem substituir os administradores no processo decisório de uma companhia<sup>56</sup>.

Os juízes, em geral, não detêm expertise empresarial: não possuem experiência ou formação específica na área<sup>57</sup>, pelo que não são capacitados para suprimir e alterar os juízos de conveniência

---

Paulo: Saraiva, 2009. “A decision that was reasonable when made may seem unreasonable in hindsight”p. 130. BLACK, 2001 apud BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 123. “There is a substantial risk that suing shareholders and reviewing judges be unable to distinguish between competent and negligent management because bad outcomes often will be regarded, ex post, as having been foreseeable and, therefore, preventable ex ante.” BAINBRIDGE, Stephen M., The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. Law & Economics Research Paper Series. Los Angeles, n. 03-18, July 29, 2003, p. 34.

<sup>53</sup> “O litígio *ex post* é um dispositivo imperfeito para avaliar as decisões de negócio tomadas no âmbito da companhia. As circunstâncias em torno de uma decisão de negócio não são facilmente reconstruídas em Tribunais anos depois, já que os imperativos empresariais muitas vezes exigem decisões rápidas, inevitavelmente baseadas em informações menos do que perfeitas. A função do empreendedor é enfrentar riscos e conformar a incerteza, e uma decisão fundamentada no momento feito pode parecer um palpite vista anos mais tarde contra um fundo de conhecimento perfeito.” *Joy v. North*, 692 F.2d 880 (1982), (Tradução nossa).

<sup>54</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>55</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.*, Michigan Supreme Court, 170 N.W. 668 (1919).

<sup>56</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>57</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 72-73. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 130.

e oportunidade formulados pelos administradores. Os administradores – eleitos pelos acionistas justamente pela sua experiência, conhecimento técnico e habilidades – são mais qualificados para tomar decisões no âmbito das sociedades que administram. Nesse sentido é a decisão proferida pela *Court of Chancery* de Delaware no caso *In re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation*:

The value of assets bought and sold in the marketplace, including the personal services of executives and directors, is a matter best determined by the good faith judgments of disinterested and independent directors, men and women with business acumen appointed by shareholders precisely for their skill at making such evaluations. The Court of Chancery does not safeguard shareholders by substituting the opinion of a judge for that of a business person merely because a plaintiff shows up at the courthouse asking for relief. Rather, a judge does his duty by ensuring that business decisions, whatever their merit, were undertaken by a director without consideration of his self-interest or for the sake of some third-party.<sup>58</sup>

Ou seja, a administração da companhia é função exclusiva dos administradores. O juízo de oportunidade e conveniência formulado por esses, assim, não pode ser substituído pela avaliação dos juízes ou dos acionistas, pois esses não são tão habilitados à tomada de decisões empresariais, por não possuírem a mesma experiência ou acesso a informações.<sup>59</sup>

Dessa forma, a *business judgment rule* tem como objetivo evitar que os juízes e os acionistas substituam os administradores.<sup>60</sup> Pois, se fosse permitido aos acionistas interferir nas decisões dos administradores, em última análise, a autoridade decisória a eles seria transferida.<sup>61</sup> Assim, conforme descrito por Dooley e Veasey:

the business judgment rule ensures that directors rather than shareholders manage corporations. The power to hold to account is the power to interfere and, ultimately, the power to decide. If stockholders are given too easy access to courts, the effect is to transfer decisionmaking power from the board to the stockholders or, more realistically, to one or a few stockholders whose interests may not coincide with those of the larger body of stockholders. By limiting judicial review of board decisions, the business judgment rule preserves the statutory scheme of centralizing authority in the board of directors and

<sup>58</sup> O valor dos ativos comprados e vendidos no mercado, incluindo os serviços pessoais de diretores e conselheiros, é uma questão melhor determinada pelo julgamento de boa-fé de conselheiros desinteressados e independentes, homens e mulheres com perspicácia empresarial, nomeados pelos acionistas precisamente por sua habilidade de fazer tais avaliações. O *Court of Chancery* não protege os acionistas ao substituir a opinião de um juiz pelo de um empresário meramente porque um demandante aparece no tribunal solicitando tutela jurisdicional. Em vez disso, um juiz cumpre o seu dever assegurando que as decisões de negócio, independentemente do seu mérito, tenham sido realizadas por um conselheiro sem consideração de seu interesse próprio ou por causa de algum terceiro. *In re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 953 A.2d 963 (2007), (Tradução nossa).

<sup>59</sup> BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. *Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities*. St. Paul, Minn.: West Group, 1999, p. 25.

<sup>60</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 72. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356.

<sup>61</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 192. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro*. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 125.

preserves the value of centralized decision-making for the stockholders and protects them against unwarranted interference in that process by one of their number.<sup>62</sup>

Essa transferência de poder não é desejável, na medida em que permitiria que os interesses do acionista que acionou o Judiciário se sobrepusessem aos interesses da sociedade e dos demais acionistas. Assim, “a regra protege a sociedade e seus acionistas de outros acionistas”<sup>63</sup>.

### 3.3 ELEMENTOS

Para uma decisão ser protegida pela *business judgment rule*, alguns elementos devem estar presentes. São eles: (i) decisão de negócio; (ii) desinteresse e independência; (iii) boa-fé; (iv) diligência ou decisão informada; (v) inexistência de abuso de discricionariedade ou decisão razoável.

A presunção de regularidade se estende a todos os elementos. Ou seja, na ausência de prova em contrário, presume-se que todos os elementos estejam presentes e aplica-se a *business judgment rule*. Dessa forma, para afastar a aplicação do instituto, o autor da ação da responsabilidade deve comprovar que pelo menos uma das condições não foi preenchida.<sup>64</sup>

#### 3.3.1 Decisão de Negócio

Apenas decisões de negócio são protegidas pela *business judgment rule*.<sup>65</sup> Ou seja, para a incidência do *standard*, é necessário que o administrador tenha tomado alguma decisão, pois omissões não justificam a sua aplicação.<sup>66</sup>

<sup>62</sup> “A *business judgment rule* garante que os conselheiros e não os acionistas administrem as empresas. O poder de responsabilizar é o poder de interferir e, fundamentalmente, o poder de decidir. Se aos acionistas é dado acesso muito fácil aos tribunais, o efeito é transferir o poder de decisão do conselho para os acionistas ou, de forma mais realista, para um ou alguns acionistas cujos interesses podem não coincidir com aqueles do conjunto de acionistas. Ao limitar a revisão judicial das decisões do conselho, a *business judgment rule* preserva o regime estatutário de autoridade centralizadora no conselho de administração e preserva o valor da tomada de decisão centralizada para os acionistas e os protege contra interferências injustificadas nesse processo.” DOOLEY, Michael P.; VEASEY, E. Normam. *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposals Compared*. *The Business Lawyer*. v. 44, nº 2, fev. 1989. p. 522, (Tradução nossa).

<sup>63</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 192.

<sup>64</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. *Liability of Corporate Officers and Directors*. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-15.

<sup>65</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 195.

<sup>66</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 195. BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. *The business judgment rule*:

Com isso, busca-se evitar a tutela do administrador indiferente, ausente, desleixado, que sequer considerou as opções e formulou uma decisão. Afinal, “*a director cannot close his eyes to what is going on about him in the conduct of the business of the corporation and have it said that he was exercising business judgment.*”<sup>67</sup> As consequências dessa omissão, assim, estão sujeitas à revisão sob o dever de diligência.<sup>68</sup>

Cenário diferente ocorre quando o administrador toma uma decisão consciente de não agir. A sua decisão de se manter inerte, de deliberadamente não agir, também é uma decisão; logo, também está protegida pela *business judgment rule*. A Suprema Corte de Delaware já expressou decisão nesse sentido, quando do julgamento do caso *Aronson v. Lewis*:

However, it should be noted that the business judgment rule operates only in the context of director action. Technically speaking, it has no role where directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act. But it also follows that under applicable principles, a conscious decision to refrain from acting may nonetheless be a valid exercise of business judgment and enjoy the protections of the rule.<sup>69</sup>

No Brasil, a CVM já se pronunciou de forma semelhante, ao decidir que o dever de diligência autoriza que administradores deixem de analisar certo negócio ou aspecto do negócio, se acreditarem que sua apreciação não é de fundamental importância e que seu tempo pode ser melhor direcionado a outra atividade.<sup>70</sup> No julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, esclareceu que “mesmo que [o administrador] deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio”<sup>71</sup>.

Além disso, a decisão deve versar sobre negócios. Decisões que versem sobre outros assuntos, como, por exemplo, questões legais, organizacionais e procedimentos internos da

---

fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 87. KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-19.

<sup>67</sup> “O conselheiro não pode fechar os olhos para o que está acontecendo na condução do negócio da companhia e afirmar que ele estava exercendo uma decisão de negócios.” *Casey v. Woodruff*, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (N.Y. 1944), (Tradução nossa).

<sup>68</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, p. 270.

<sup>69</sup> “No entanto, deve notar-se que a *business judgment rule* opera apenas no contexto da ação do conselheiro. Tecnicamente falando, a regra não tem nenhum papel em casos nos quais os conselheiros abdicaram suas funções, ou ausente uma decisão consciente, não agiram. Mas também deve-se notar que, de acordo com os princípios aplicáveis, uma decisão consciente de se abster de agir pode, no entanto, ser um exercício válido de julgamento de negócio e desfrutar das proteções da regra.” *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (1984), (Tradução nossa).

<sup>70</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>71</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 10 mai. 2006.



companhia, bem como o mero cumprimento de obrigações importas pelo estatuto da companhia, não estão do âmbito de aplicação da *business judgment rule*.<sup>72</sup>

### 3.3.2 Desinteresse e Independência

O requisito do desinteresse e independência relaciona-se ao fato de que aos administradores não é permitido utilizar-se de suas posições de poder e confiança para perseguir interesses pessoais. Dessa forma, a proteção da *business judgment rule* só pode ser pleiteada por administradores que não tenham interesse na decisão cuja reforma é requerida.<sup>73</sup>

Esse critério justifica-se à medida que a *business judgment rule* não protege os administradores de violações ao dever de lealdade. Entende-se que, nesses casos, o julgamento dos administradores será influenciado pelas consequências pessoais resultantes da decisão, prejudicando sua habilidade de negociar ou ponderar os termos da transação em nome da companhia.<sup>74</sup>

É considerado desinteressado o administrador que não tem qualquer interesse na decisão ou que dela não derive nenhum benefício pessoal.<sup>75</sup> Segundo a Suprema Corte de Delaware, os administradores não podem figurar em ambos os lados de uma transação, nem podem esperar receber dela alguma vantagem pessoal sem perder a proteção oferecida pelo *standard*.<sup>76</sup> Assim, o administrador é interessado se receber benefícios não divididos com os acionistas ou com a companhia, ou se for materialmente afetado, em seu benefício ou detrimento, pela decisão contestada judicialmente, de forma distinta da companhia ou dos acionistas (ou em que a decisão terá impacto para o administrador, mas não para a companhia ou para os acionistas).<sup>77</sup>

---

<sup>72</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 92. CVM Processo Administrativo Sancionador nº 24/2006, Rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 09/2009, Rel. Luciana Dias. j. em 21 jul. 2015. KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-20.

<sup>73</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8. ed.. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-22.

<sup>74</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 195. Beam v. Stewart, 833 A.2d 961 (Del. Ch. 2003).

<sup>75</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 74-75. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

<sup>76</sup> Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (1984).

<sup>77</sup> Seminaris v. Landa, 662 A.2d 1350, 1354 (Del. Ch.1995).

Tradicionalmente, as Cortes entendiam que interesse significava apenas interesse financeiro.<sup>78</sup> Entretanto, em 1994, o *American Law Institute* editou os Princípios de Governança Corporativa, que definiram interesse da seguinte forma:

- (a) A director [...] or officer [...] is 'interested' in a transaction or conduct if either:
- (1) The director or officer, or an associate of the director or officer, is a party to the transaction or conduct;
  - (2) The director or officer has a business, financial, or familial relationship with a party to the transaction or conduct, and that relationship would reasonably be expected to affect the director's or officer's judgment with respect to the transaction or conduct in a manner adverse to the corporation;
  - (3) The director or officer, an associate of the director or officer, or a person with whom the director or officer has a business, financial, or familial relationship, has a material pecuniary interest in the transaction or conduct (other than usual and customary directors' fees and benefits) and that interest and (if present) that relationship would reasonably be expected to affect the director's or officer's judgment in a manner adverse to the corporation; or
  - (4) The director or officer is subject to a controlling influence by a party to the transaction or conduct or a person who has a material pecuniary interest in the transaction or conduct, and that controlling influence could reasonably be expected to affect the director's or officer's judgment with respect to the transaction or conduct in a manner adverse to the corporation.<sup>79</sup>

Portanto, além de abranger o interesse financeiro, essa definição também compreende as relações travadas pelo administrador, de forma que o administrador será considerado interessado se ele for parte da transação ou dela receba ou espere receber benefício pecuniário, ou se tiver relacionamento familiar, financeiro, ou de negócio com indivíduo que preencha tais requisitos. Ademais, os Princípios de Governança Corporativa fixaram a necessidade de se verificar se esta relação ou vantagem pode razoavelmente afetar a decisão do administrador de maneira adversa aos interesses da companhia.<sup>80</sup> Ou seja, não se deve analisar apenas se o administrador recebeu um

<sup>78</sup> “Directorial interest exists whenever divided loyalties are present, or a director has received or is entitled to receive, a personal financial benefit from the challenged transaction which is not equally shared by the stockholders. In re Walt Disney: a board member is considered to be disinterested when he or she neither stands to benefit financially nor suffer materially.” *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d at 624.

<sup>79</sup> “(a) Um conselheiro [...] ou diretor [...] é "interessado" em uma transação ou conduta se:

- (1) O conselheiro ou diretor, ou um associado do conselheiro ou diretor, é uma parte da transação ou conduta;
- (2) O conselheiro ou diretor tem uma relação de negócio, financeira ou familiar com uma das partes da transação ou conduta, e seria razoavelmente esperado que essa relação afetasse o julgamento do conselheiro ou do diretor com relação à transação ou conduta de forma adversa à companhia;
- (3) O conselheiro ou funcionário, um associado do conselheiro ou funcionário, ou uma pessoa com quem o conselheiro ou funcionário tenha uma relação empresarial, financeira ou familiar, tem um interesse material pecuniário na transação ou conduta (além das taxas e benefícios habituais do conselheiro) e seria razoavelmente esperado que esse interesse e (se presente) esse relacionamento afetasse o julgamento do conselheiro de forma adversa à companhia; ou
- (4) O conselheiro ou diretor está sujeito a uma influência controladora de uma parte na transação ou conduta ou de uma pessoa que tenha um interesse material pecuniário na transação ou conduta e seria razoavelmente esperado que essa influência controladora afetasse o julgamento do conselheiro de forma adversa à companhia.” THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*. St. Paul, Minn., 1994, v.1.

<sup>80</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 197.

benefício não dividido com os acionistas ou com a companhia, mas também se esse benefício era de tamanha importância a ponto de ser capaz de influenciar o seu julgamento.<sup>81</sup>

Desde então, conforme pode ser observado nos casos *Harhen v. Brown*<sup>82</sup>, *Mizel v. Connelly*<sup>83</sup> e *Biondi v. Schrushy*<sup>84</sup>, diversas Cortes têm adotado essa interpretação de interesse<sup>85</sup>. No Brasil, também é essa a posição da CVM, conforme se extrai do julgamento do PAS CVM nº 2005/1443: “[a] decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele.”<sup>86</sup>

Além de ser desinteressado, o administrador deve ser independente. Isso significa que a decisão questionada deve ter sido tomada pelos seus próprios méritos, e não porque o administrador era dominado ou controlado por pessoa interessada<sup>87</sup>. Ou seja, as decisões negociais tomadas pelos administradores devem se justificar pela análise dos seus prós e contras, e não por circunstâncias ou influências externas.

Conforme definiu Silva, o administrador não é independente quando é controlado por pessoa interessada na operação, de forma que sua capacidade de discricionariedade seja afetada.<sup>88</sup> Por sua vez, um administrador é controlado quando é dominado por outra pessoa, seja por relacionamentos pessoais ou familiares ou por força da vontade (*force of will*)<sup>89</sup>, ou quando controlado por uma entidade que tenha o poder de determinar se o administrador continuará a receber um benefício do qual é dependente<sup>90</sup>.

Quanto a isso, o *leading case* é *Aronson v. Lewis*, no qual a Suprema Corte de Delaware decidiu o seguinte:

Independence means that a director's decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences. While directors may confer, debate, and resolve their differences through compromise, or by reasonable reliance upon the expertise of their colleagues and other qualified persons, the end result, nonetheless, must be that each director has brought his or her own informed business judgment to bear with specificity upon the corporate merits of the issues without

<sup>81</sup> Orman v. Cullmann, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002).

<sup>82</sup> Harhen v. Brown, 431 Mass. 838 (2000).

<sup>83</sup> Mizel v. Connelly, 1999 Del. Ch. LEXIS 157 (July 22, 1999).

<sup>84</sup> Biondi v. Schrushy, 820 A.2d 1148 (Del. Ch. 2003).

<sup>85</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8. ed. Columbus: Lexis Nexis, 2016, pp. 2-25-2-26.

<sup>86</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Marcilio, j. em 10 mai. 2006

<sup>87</sup> Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (1984).

<sup>88</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 196.

<sup>89</sup> Telxon Corp v. Meyerson, 802 A.2d 257, 264 (Del. 2002). Orman v. Cullmann, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002).

<sup>90</sup> Orman v. Cullmann, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002).

regard for or succumbing to influences which convert an otherwise valid business decision into a faithless act.<sup>91</sup>

Dessa forma, a independência de um administrador baseia-se no fato dele ser capaz de tomar decisões levando em consideração apenas os melhores interesses da companhia.<sup>92</sup> Isto é, a apreciação desse elemento, em última análise, foca na imparcialidade e objetividade do administrador.<sup>93</sup>

### 3.3.3 Boa-Fé

O terceiro elemento da *business judgment rule* é a boa-fé. Dessa forma, o autor da ação de responsabilidade pode se desincumbir de seu ônus probatório ao comprovar que, ao tomar determinada decisão, o administrador agiu de má-fé.

Ao fixar esse critério, a *business judgment rule* protege apenas os administradores que cometeram erros honestos de julgamento, e não os administradores que agiram dolosamente, com a intenção de causar danos à companhia, ou que cometeram falhas graves no processo decisório.<sup>94</sup>

Quanto à boa-fé, é necessário analisar dois aspectos centrais: se a boa-fé constitui dever autônomo dos administradores; e, se, como elemento da *business judgment rule*, a boa-fé deve ser entendida como boa-fé objetiva ou boa-fé subjetiva.

Quanto à autonomia da boa-fé como dever fiduciário, a Suprema Corte de Delaware, nos casos *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* e *Emerald Partners v. Berlin*, enunciou uma tríade de deveres fiduciários, que abrangeria o dever de diligência, o dever de lealdade e o dever de boa-fé. Nesses casos, entretanto, não se discutiu especificamente se a boa-fé constituiria um dever fiduciário distinto dos deveres de diligência e lealdade.<sup>95</sup> Assim, até 2006, as

<sup>91</sup> “Independência significa que a decisão de um conselheiro se baseia nos méritos do assunto perante o Conselho de Administrativo ao invés de considerações ou influências alheias. Embora os conselheiros possam conferir, debater e resolver as questões por meio de acordos, ou por uma confiança razoável na *expertise* de seus colegas e de outras pessoas qualificadas, o resultado final, no entanto, deve ser que cada conselheiro trouxe seu próprio julgamento de negócio informado para enfrentar com especificidade os méritos das questões sem sucumbir a influências que convertem uma decisão de negócios válida em um ato desleal.” *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (1984), (Tradução nossa).

<sup>92</sup> *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

<sup>93</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. *The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, pp. 100-101.

<sup>94</sup> *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A 2d 693 (2005).

<sup>95</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. *The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, pp. 323-324. PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 10.

decisões da Suprema Corte de Delaware e da *Court of Chancery* “were far from clear with respect to whether there is a separate fiduciary duty of good faith”<sup>96</sup>.

Em 2006, contudo, no caso *Stone v. Ritter*, a Suprema Corte de Delaware decidiu que o dever de agir em boa-fé não é um dever fiduciário autônomo:

although good faith may be described colloquially as part of a triad of fiduciary duties that includes the duties of care and loyalty, the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty. [...] Only the latter two duties, where violated, may directly result in liability, whereas a failure to act in good faith may do so, but indirectly.<sup>97</sup>

Nesses casos, então, a boa-fé seria avaliada apenas como um componente dos deveres fiduciários<sup>98-99</sup>.

Quanto ao segundo aspecto – a natureza da boa-fé como elemento da *business judgment rule* –, deve-se primeiro distinguir entre boa-fé objetiva e boa-fé subjetiva. Segundo Judith Martins Costa, a boa-fé subjetiva aponta um estado de fato, uma crença subjetiva, um estado psicológico, no qual o sujeito está alheio ao fato de estar lesando direitos ou interesses de terceiros de outrem, acreditando que está agindo de acordo com o direito. Trata-se do oposto de má-fé, entendida como a intenção de provocar danos a terceiros. Dessa forma, quando de sua aferição, o juiz deve considerar o estado psicológico, o ânimo e a convicção da parte.<sup>100</sup>

Por outro lado, a boa-fé objetiva é caracterizada como um modelo jurídico, um princípio, que busca direcionar o comportamento das partes para que ajam honestamente, lealmente, probamente e de forma a considerar as legítimas expectativas da outra parte. Por ser um *standard* comportamental, não depende das crenças, convicções ou intenções das partes.<sup>101</sup>

O conceito adotado pelas Cortes norte-americanas é o da boa-fé subjetiva, conforme pode ser observado na decisão proferida no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*. Nesse caso,

<sup>96</sup> “Estavam longe de serem claras sobre se há um dever fiduciário separado de agir em boa-fé.” *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (2005), (Tradução nossa).

<sup>97</sup> “Embora a boa fé possa ser descrita de forma coloquial como parte de uma tríade de deveres fiduciários que inclui os deveres de cuidado e lealdade, a obrigação de agir em boa fé não estabelece um dever fiduciário independente que se mantém em pé de igualdade aos deveres de cuidado e lealdade. [...] Somente os dois últimos deveres, quando violados, podem resultar diretamente em responsabilidade, enquanto a falta de ação em boa fé pode fazê-lo, mas indiretamente.” *Stone vs. Ritter*, 911 A.2d 362, 369-370 (Del. 2006), (Tradução nossa).

<sup>98</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 10.

<sup>99</sup> Sobre a distinção entre deveres fiduciários e a boa-fé, ver PARGENDLER, Mariana. *Modes of Gap Filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered*. *Tulane Law Review*, v. 82, 2008.

<sup>100</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 261-262.

<sup>101</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 261-262.

a Corte definiu a boa-fé como o contrário da má-fé. Reconheceu, ainda, duas espécies de má-fé: a má-fé que resulta de condutas motivadas por intenção de fazer o mal; e a má-fé decorrente da negligência intencional do dever ou do descumprimento consciente de suas responsabilidades.<sup>102</sup>

Dessa forma, são exemplos de má-fé: (i) quando o administrador age intencionalmente com um fim que não seja o de promover os melhores interesses da sociedade; (ii) quando o administrador age com a intenção de violar a lei aplicável; ou (iii) quando o administrador intencionalmente omite-se diante de um dever conhecido de agir, demonstrando descumprimento consciente de seus deveres.<sup>103</sup>

Mariana Pargendler critica a utilização desse conceito de boa-fé, pois “da forma como veio a ser articulado, o conceito de boa-fé apenas corrobora a *business judgment rule*, pouco contribuindo para a responsabilização dos administradores.”<sup>104</sup>

Em oposição, no Brasil o conceito de boa-fé geralmente é utilizado como boa-fé objetiva.

De qualquer forma, quanto à boa-fé, a *business judgment rule* presume que os administradores atuaram acreditando honestamente que a decisão tomada era a que melhor atendia aos interesses da companhia.<sup>105</sup>

### 3.3.4 Diligência ou Decisão Informada

O quarto elemento da *business judgment rule* é a diligência. Segundo esse critério, os administradores têm a obrigação de se informar antes de tomar decisões de negócio.

Um dos casos paradigma nesse quesito é *Smith v. Van Gorkom*<sup>106</sup>, no qual os membros do Conselho de Administração aprovaram a incorporação da companhia em uma reunião que durou duas horas, sem prévio aviso, e não emergencial; sem terem se informado quanto ao valor intrínseco da companhia; e sem verificar se o preço oferecido por cada ação era adequado. Nesse caso, a Suprema Corte de Delaware decidiu que a “proteção fornecida pela *business judgment rule* não está

<sup>102</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-38.

<sup>103</sup> In re Walt Disney Co, In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A 2d 693 (2005). KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-38.

<sup>104</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 10.

<sup>105</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, p. 330.

<sup>106</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (1985).

disponível se os administradores não se informarem sobre todas as informações razoavelmente disponíveis a eles”<sup>107</sup>

Silva, comentando a decisão *Smith v. Van Gorkom*, elencou os fatores que devem ser avaliados pelo juiz a fim de determinar a quantidade de informações exigível para uma determinada decisão:

- (i) Magnitude e relevância da decisão a ser tomada;
- (ii) Tempo disponível para tomar a decisão;
- (iii) Custos envolvidos para obter as informações relevantes;
- (iv) Credibilidade das pessoas que forneceram as informações;
- (v) Situação dos negócios da companhia no momento em que a decisão foi tomada;
- (vi) Natureza de outras operações que, simultaneamente, estejam demandando a atenção e análise dos conselheiros;
- (vii) Se um administrador comum e prudente, em circunstâncias semelhantes, agiria da mesma maneira.<sup>108</sup>

Entretanto, conforme apontado por Bainbridge, o *standard* fixado por *Van Gorkom* é muito exigente:

Information is costly and shareholders will only want managers to invest an additional dollar in gathering information where there is an additional dollar generated from better decision making. By requiring directors to have all information “reasonably available” to them, the Van Gorkom court required the directors to over-invest in information.<sup>109</sup>

Ou seja, há um custo em obter informações. Cabe aos próprios administradores, assim, decidir quanta informação é necessária para tomar a decisão em questão. E essa decisão, por ser uma decisão de negócio, está sujeita à proteção da *business judgment rule*. Nesse sentido, são as decisões da *Chancery Court* de Delaware, da *Court of Appeals* do 11º Circuito e da *U.S. District Court* do Distrito Oeste de Michigan, respectivamente:

Information has costs. The amount of information that it is prudent to have before a decision is made is itself a business judgment of the very type that courts are institutionally poor equipped to make.<sup>110</sup>

Information is not without costs of various kinds. Whether the benefit of additional information is worth the cost – in terms of delay and in terms of alternative uses of time and

<sup>107</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (1985).

<sup>108</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 155.

<sup>109</sup> “Informação são dispendiosas e acionistas só vão querer que os administradores invistam um dólar adicional na coleta de informações se há um dólar adicional gerado por uma melhor tomada de decisões. Ao exigir que os conselheiros tenham todas as informações ‘razoavelmente disponíveis’ para eles, o tribunal de Van Gorkom exigiu que os conselheiros investissem demais em informações.” BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 279-280, (Tradução nossa).

<sup>110</sup> “Informações têm custos. A quantidade de informações que é prudente ter antes da tomada de uma decisão é, por si só, um julgamento de negócio do tipo que os tribunais são institucionalmente mal equipados para tomar.” *In Re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Lit.*, 576 A.2d 654 (1990), (Tradução nossa).

money – is always a question that may legitimately be addressed by persons charged with decision-making responsibility.<sup>111</sup>

What constitutes adequate investigation is itself a business decision with no universal rules or definitions. How much information is prudent before a decision is made is itself a question which calls for an informed judgment of a kind courts are ill-equipped to make and which should itself be protected by the business judgment rule.<sup>112</sup>

Não há uma única maneira de se informar. Assim, “como” obter informações e o “quanto” de informações obter são questões a serem decididas pelo administrador.<sup>113</sup> Conforme os Princípios de Governança Corporativa do *American Law Institute*, os diretores devem obter tantas informações quanto julgarem necessárias para as circunstâncias.<sup>114</sup>

Dessa forma, as Cortes devem apenas indagar se o processo de tomada de decisão adotado pelos administradores foi diligente, e não se cumpriram seu dever de diligência.<sup>115</sup> O requisito de diligência e cuidado, assim, deve ser compreendido como limitado ao processo pelo qual a decisão foi tomada.<sup>116</sup> Por conta disso, a Suprema Corte de Delaware alterou o entendimento exarado em *Smith v. Van Gorkom*, estabelecendo que “compliance with a director’s duty of care can never appropriately be judicially determined by reference to the context of the board decision that leads to a corporate loss, apart from consideration of the good faith or rationality of the process employed”.<sup>117</sup>

Outras decisões de Delaware confirmam que o requisito de diligência se refere à adequação do processo de tomada de decisão – o que as Cortes começaram a chamar de “diligência do processo”.<sup>118</sup> Isto é, esse critério não pode ser utilizado como pretexto para examinar os méritos da decisão, ficando restrito ao processo de tomada de decisão. Se este foi adequado, as Cortes não

<sup>111</sup> “Informações têm custos de vários tipos. Se o benefício de informações adicionais vale o custo - em termos de atraso e em termos de uso alternativo de tempo e dinheiro - é sempre uma questão que pode legitimamente ser abordada por pessoas encarregadas da tomada de decisões. *Solash v. Telex Corp.*, 1988 WL 3587, (Del. Ch. Jan. 19, 1988), (Tradução nossa).

<sup>112</sup> “O que constitui uma investigação adequada é em si uma decisão empresarial sem regras ou definições universais. Quanta informação é prudente antes de uma decisão ser tomada é uma questão que exige um julgamento do tipo que tribunais estão mal equipados para fazer e que deve ser em si protegidos pelo *business judgment rule*.” *Resolution Trust Corp. v. Rahn*, 854 F. Supp. 480, 490 (W.D. Mich. 1994), (Tradução nossa).

<sup>113</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter’s annotations*, v. 4, 2007.

<sup>114</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*. St. Paul, Minn., 1994, v.1.

<sup>115</sup> *Contra, Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (1993).

<sup>116</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 242, p. 276.

<sup>117</sup> “o cumprimento do dever de diligência de um conselheiro nunca pode ser apropriadamente determinado judicialmente por referência ao contexto da decisão do Conselho que leva a uma perda, além da consideração da boa-fé ou racionalidade do processo empregado.” *In re Caremark Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (1996), (Tradução nossa).

<sup>118</sup> “Due care in the decisionmaking context is process due care only.” *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 (Del. 2000). “Our due care examination has focused on a board’s decision-making process.” *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*, 569 A.2d 53, 666 (Del.1989).



devem intervir.<sup>119</sup> Em outras palavras, a preocupação do julgador deve se dar com a conduta que o administrador adotou para chegar à decisão tomada, verificando-se se ele reuniu informações para embasar o seu comportamento.<sup>120</sup>

Em diversos julgados, a CVM assentou entendimento similar, ao proferir decisões que expressam que considerações a respeito do mérito de decisões negociais extrapolam o papel do órgão regulador (e do Poder Judiciário).<sup>121</sup> Reconhece, logo, que a análise conduzida no processo deve-se restringir ao processo que levou à decisão, não devendo adentrar o seu mérito.<sup>122</sup>

### 3.3.5 Inexistência de Abuso de Discricionariedade ou Decisão Razoável

As Cortes de Delaware apontam ainda um quinto elemento da *business judgment rule*: a inexistência de abuso de discricionariedade.<sup>123</sup> Segundo esse critério, o *standard* não protege decisões irrazoáveis ou irracionais.

A decisão é entendida como irracional ou irrazoável se não for possível atribuir algum sentido a ela; se for racionalmente inexplicável<sup>124</sup>; se tão absurda que não for justificável por outro motivo que não a má-fé<sup>125</sup>; ou, ainda, se não for resultado possível do processo de tomada de decisão. Afinal, conforme descrito pela *Court of Chancery* de Delaware “*the rule does not require the Court to bless the conclusion of a director that is self-evidently nonsense on stilts, nor does it protect a board that looks into the sun and names it the moon*”<sup>126</sup>.

O Comentário Oficial do MBCA ao § 8.30 reitera o exposto ao afirmar que decisões tão afastadas da razão, ou tão irracionais que ultrapassam o limite do discernimento constituem um

<sup>119</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 242, p. 276.

<sup>120</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro*. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 105.

<sup>121</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/0097, Rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 07. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2004/5392, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 29 ago. 06. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2004/3098, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 25 jan. 05.

<sup>122</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/8542, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 29.08.06.

<sup>123</sup> Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (1984). In re J.P. Stevens & Co., Inc., 542 A.2d 770 (1988). Cramer v. General tel. E Elect. Corp, 443 F. Supp. 516 (1977). Sinclair Oil Corp. v. Levien, , 280 A.2d 717 (1971). Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

<sup>124</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 99.

<sup>125</sup> In re J.P. Stevens & Co., Inc., 542 A.2d 770 (1988).

<sup>126</sup> “A regra não exige que o Tribunal abençoe a conclusão evidentemente absurda de um conselheiro, nem protege um Conselho de Administração que olha para o sol e o chama de lua.” In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation, 953 A.2d 963 (Del. Ch. 2007), (Tradução nossa).

abuso de discricionariedade, e, portanto, não satisfazem o requisito. A caracterização do abuso de discricionariedade se dará face a uma conduta que, de tão insensata ou irrazoável, equivaleria a um abuso por parte do administrador.

Brigagão, por outro lado, entende que a inexistência de abuso de discricionariedade não pode ser considerada elemento da *business judgment rule*, pois a sua verificação demandaria a análise do mérito da decisão, justamente o que se almeja evitar.<sup>127</sup> Para sustentar essa posição, cita a decisão da *Court of Chancery* de Delaware no caso *In re Caremark Inc. Derivative Litigation*<sup>128</sup>. Nesse caso, o Tribunal decidiu que a circunstância de um juiz, analisando a decisão após o fato, acreditar que esta foi substancialmente errada, ao ponto de ser considerada estúpida, escandalosa ou irracional, não implica a responsabilidade do administrador, desde que o processo de tomada da referida decisão tenha sido racional ou tenha sido empregado de boa-fé para promover os interesses da companhia. A Corte argumentou, ainda, que um *standard* distinto, que permitisse uma análise “objetiva” da decisão, exporia os diretores a uma revisão substantiva *ex post* por juízes mal preparados, o que, a longo prazo, seria prejudicial aos interesses dos acionistas.<sup>129</sup> Essa mesma Corte já havia se pronunciado anteriormente sobre a questão e afirmado que se os Tribunais julgassem o mérito de decisões de negócios tomadas por diretores desinteressados, diligentes e de boa-fé, acabariam por se tornar “super-diretores”.<sup>130</sup>

Ao contrário, Bainbridge afirma que essas conclusões partem de uma concepção equivocada do conceito de “racionalidade”. Se corretamente compreendida, a “racionalidade”, como elemento da *business judgment rule*, não significa que os méritos da decisão serão analisados, tampouco que os administradores terão de provar que suas decisões são justificáveis de um ponto de vista racional. Significa apenas que os Tribunais irão verificar se a decisão pode ser atribuída a algum propósito comercial concebível ou imaginável.<sup>131</sup> Se este for identificado, o Tribunal sequer irá questionar a decisão.

---

<sup>127</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 112.

<sup>128</sup> *In re Caremark Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (1996).

<sup>129</sup> *In re Caremark Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (1996).

<sup>130</sup> *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, 576 A.2d 654 (1990)

<sup>131</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. Nova York: West Group, 2002, p. 274. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (1971).

### 3.3.6 Casos de não aplicação da *business judgment rule*

A *business judgment rule* só é aplicável aos casos nos quais se discute o cumprimento do dever de diligência dos administradores, não sendo possível insular os administradores de responsabilidade quando a controvérsia diz respeito ao dever de lealdade.<sup>132</sup>

Outros fatores que implicam a não aplicação da *business judgment rule* são a aferição de fraude, ilegalidade ou desperdício de ativos<sup>133</sup>. Entende-se que, nesses casos, pela gravidade da conduta, os administradores devem ser responsabilizados, mesmo que os elementos citados acima estejam presentes e que a decisão tenha sido tomada no interesse da companhia.

Ou seja, na prática, os administradores não são responsabilizados por decisões em si negligentes, mas somente por decisões irracionais ou tomadas sem a devida coleta de informações e conselhos durante o iter decisório.<sup>134</sup>

Em suma, a *business judgment rule* protege decisões tomadas por administradores desinteressados e independentes em um processo informado, de boa-fé, tendo em vista os interesses da companhia. Assim, em função da presunção de presença de todos os elementos anteriormente listados, para se desincumbir do ônus probatório, o autor da ação deve comprovar que o administrador se omitiu no cumprimento de suas funções, agiu em conflito de interesses, não agiu em boa-fé, ou não empregou um processo decisório diligente. Ou seja, se o autor da ação não cumprir seu ônus probatório de demonstrar que algum dos critérios não foi preenchido, a ação será julgada improcedente. Se, entretanto, restar comprovado que algum dos elementos da *business judgment rule* não está presente no caso concreto, a presunção será afastada, o ônus probatório será invertido, e caberá ao administrador comprovar que a operação foi justa. Se não o fizer, ele será responsabilizado pelos prejuízos decorrentes da decisão.

## 3.4 APLICAÇÃO A DIRETORES

Discute-se, ainda, na doutrina norte-americana, se a *business judgment rule* é aplicável a diretores (*officers*), ou apenas a membros do Conselho de Administração (*directors*).

<sup>132</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 73.

<sup>133</sup> Miller v. AT&T, 07 F.2d 759 (3d Cir. 1974). Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968). In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A 2d 693 (2005).

<sup>134</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 130.

Os Princípios de Governança Corporativa preparados pelo *American Law Institute* não fazem qualquer distinção entre diretores e conselheiros quando da enunciação do preceito. Comentando a seção, os redatores esclarecem que o *standard* deve ser aplicado a diretores nos mesmos termos em que é aplicada a conselheiros:

Sound public policy points in the direction of holding officers to the same duty of care and business judgment standards as directors, as does the little case authority that exists on the applicability of the business judgment standard to officers, and the views of most commentators support this position.<sup>135</sup>

Nesse mesmo sentido, o comentário ao MBCA enuncia que a *business judgment rule* geralmente será aplicável a decisões tomadas no âmbito da autoridade discricionária de um diretor.<sup>136</sup>

Na jurisprudência, encontram-se diversas decisões que apontam que o intuito se aplica tanto a membros do Conselho de Administração quanto a diretores, sem estabelecer qualquer distinção quanto aos requisitos ou elementos para tanto. Entretanto, são escassas as decisões que especificamente discutem essa questão e que aplicam a *business judgment rule* a diretores que não são simultaneamente conselheiros.<sup>137</sup>

Na doutrina, a maioria dos autores aponta que o *standard* deve ser aplicado indistintamente aos administradores de sociedades anônimas, mas essa posição não é unânime.<sup>138</sup> Knepper e Bainbridge afirmam que as razões para a aplicação da *business judgment rule* a conselheiros são igualmente aplicáveis a diretores: os Tribunais não são qualificados para revisar as decisões de negócio e os diretores também devem ser encorajados a tomar riscos calculados.<sup>139</sup> Johnson, autor de artigo sobre o tema, diverge, pois entende que apenas uma das razões que justificam a *business judgment rule* é igualmente aplicável a conselheiros e diretores. Argumenta que os diretores são estimulados a aceitar o cargo e a tomar decisões arriscadas por meio de sua remuneração variável e

---

<sup>135</sup> A política pública prudente aponta para a direção de atribuir aos diretores ao mesmo dever de diligência e *standard* de decisão de negócios, assim como o pequeno volume de casos que existem sobre a aplicabilidade da *business judgment rule* a diretores e a maioria dos comentadores apoiam essa posição. THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of corporate governance: analysis and recommendations. St. Paul, Minn., 1994, v.1, (Tradução nossa).

<sup>136</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, v. 4, 2007.

<sup>137</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, pp. 398-399. JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. Washington. The Business Lawyer, Chicago, v. 60, 2005, p. 454.

<sup>138</sup> BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009, pp. 401-402.

<sup>139</sup> KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8a edição. Columbus: Lexis Nexis, 2016, p. 2-14. BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, pp. 285-286.

que a governança corporativa não seria afetada pela responsabilização dos diretores, pois cabe aos conselheiros decidir se a companhia irá mover ação contra esses por quebra do seu dever de diligência. Dessa forma, a única razão para a aplicação da *business judgment rule* seria evitar a ingerência do Judiciário na administração de companhias.<sup>140</sup>

Nos Estados Unidos, então, a questão ainda não está resolvida. No Brasil, sequer há discussão a respeito, uma vez que o art. 145 da Lei das S.A. é expresso ao afirmar que “as normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores”<sup>141</sup>.

---

<sup>140</sup> JOHNSON, Lyman P. Q. *Corporate Officers and the Business Judgment Rule*. Washington. The Business Lawyer, Chicago, v. 60, 2005, p. 454.

<sup>141</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

## 4 APLICAÇÃO DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO BRASIL

Depois de analisada a *business judgment rule* como construída no direito norte-americano, em cotejo com a posição da doutrina brasileira e da CVM, deve-se verificar se o instituto foi recepcionada pela Lei das S.A., se é aplicável nesse país e como é aplicada pelo Colegiado da CVM.

### 4.1 FOI RECEPCIONADA NO BRASIL?

A respeito da recepção da *business judgment rule* pelo direito brasileiro, a doutrina divide-se em três correntes: os que entendem que foi consagrada pelo art. 159, §6º, da Lei das S.A.; os que entendem que foi consagrada pelo art. 158; e os que entendem que não foi consagrada pela Lei das S.A.

O art. 159, §6º, da Lei das S.A, dispõe o seguinte:

Art.159. (...) § 6º. O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.<sup>1</sup>

Carvalhosa assegura que a norma estabelece a faculdade do juiz de decidir por equidade.<sup>2</sup> Corrêa-Lima afirma que esse artigo fez uma transposição consciente e inconsciente da *business judgment rule* e dos princípios e teorias jurídicas que a acompanham para o direito brasileiro.<sup>3</sup> Eizirik concorda, argumentando que o legislador brasileiro inequivocamente consagrou o *standard* norte-americano por meio do referido dispositivo legal.<sup>4</sup> No mesmo sentido, Alexandre Couto Silva afirma que:

a Lei de Sociedades por Ações Brasileira consagrou a *business judgment rule* em seu art. 159, § 6º, conferindo ao julgador a análise do caso particular com valoração concreta do procedimento do administrador na esfera psicológica para apreciação subjetiva.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

<sup>2</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 580.

<sup>3</sup> CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade anônima. 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 202.

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

<sup>5</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

Esses autores entendem que, ao dispor que é possível excluir a responsabilidade dos administradores se esses agirem de boa-fé e visando ao interesse da companhia, o artigo consagra os elementos e os efeitos da *business judgment rule*.

Outros, como Mariana Pargendler e o ex-diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos argumentam que o dispositivo consagra uma espécie de *business judgment rule* à brasileira.<sup>6</sup> Reconhecem, dessa forma, que a norma brasileira não abarca todos os elementos do instituto, mas identificam uma *ratio* comum: proteger os administradores de boa-fé que tomaram decisões visando ao interesse da companhia, mesmo que essas tenham resultado em prejuízo para a companhia.<sup>7</sup>

Pargendler, ainda, aponta diversas diferenças entre o instituto norte-americano e aquele adotado pela Lei das S.A.:

- a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;
- b) a regra do art. 159 § 6º confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários;
- c) a literalidade do art. 159, § 6º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e
- d) o art. art. 159, § 6º, faz referência genérica a administradores, o que compreenderia tanto os membros do Conselho Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de se invocar a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*).<sup>8</sup>

Entretanto, ressalta a autora que essas diferenças não prejudicam o argumento de que o art. 159, em seu § 6º, contempla a “tropicalização” da *business judgment rule*. Trata-se, em última análise, de uma “norma que atua como equivalente funcional” do instituto norte-americano.<sup>9</sup>

Por outro lado, Brigagão e Adamek sustentam que o art. 159, §6º, da Lei das S.A. não recepcionou a *business judgment rule*. Eles apontam que muitas são as incompatibilidades entre o texto legal brasileiro e o *standard* desenvolvido pelas Cortes norte-americanas.<sup>10</sup>

<sup>6</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 15. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 03/2002, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004.

<sup>7</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 14.

<sup>8</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, p. 15.

<sup>9</sup> Ibidem.

<sup>10</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 97.

Quanto aos elementos, a regra do art. 159, §6º, exige apenas a presença de dois elementos: (i) boa-fé; e (ii) atuação no interesse da companhia. Já a *business judgment rule*, requer, para sua aplicação, o preenchimento de, no mínimo, quatro requisitos: (i) decisão negocial; (ii) desinteresse e independência; (iii) diligência; e (iv) boa-fé.<sup>11</sup> Assim, apesar de possuírem alguns elementos comuns, as condições para aplicação são distintas.

Ademais, os institutos diferem também quanto aos seus efeitos. Enquanto a *business judgment rule* opera como uma presunção relativa de que os administradores atuaram de maneira informada, de boa-fé e no interesse da companhia, isentando-os de responsabilidade, o art. 159, §6º, permite a exclusão de responsabilidade, após essa ter sido apurada no processo. Ou seja, a *business judgment rule* opera em fase anterior à regra do art. 159, §6º. Se preenchidos seus elementos, o mérito da decisão negocial sequer será avaliado, não se atribuindo responsabilidade ao administrador em nenhuma etapa. Em contraste, segundo a regra brasileira, primeiro verifica-se que o administrador cometeu ato ilícito e deve ser responsabilizado; depois o juiz decide isentá-lo do dever de reparar o dano.<sup>12</sup>

Mais, como visto, o art. 159, §6º, dispõe que “o juiz *poderá* reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador”<sup>13</sup>. Verifica-se, assim, que se trata de opção sujeita ao arbítrio do juiz do caso. Nos estados que aplicam a *business judgment rule*, por outro lado, o juiz não tem discricionariedade para aplicá-la ou não: uma vez preenchidos os requisitos, o *standard* incidirá.<sup>14</sup>

Apesar de concordarem que o art. 159, §6º, da Lei das S.A. não recepciona a *business judgment rule*, Brigagão e Adamek divergem quanto à recepção do *standard* por outro artigo da Lei das S.A. Enquanto Adamek sustenta que o *standard* não foi positivado na legislação brasileira, Brigagão, defende que a *business judgment rule* foi recepcionada pelo art. 158 da mesma lei, que estabelece o seguinte:

---

<sup>11</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 103.

<sup>12</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 136.

<sup>13</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

<sup>14</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, p. 136.



Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.<sup>15</sup>

Ao definir ato regular de gestão, Brigagão aduz que é o ato realizado pelo administrador de acordo com as suas atribuições e poderes, sem culpa ou dolo, desde que não implique violação da lei ou do estatuto. Dessa forma, para se revestir de regularidade, o ato deve ser praticado em observância aos deveres de diligência e lealdade.<sup>16</sup>

Sustenta, assim, que todos os elementos da *business judgment rule* estão presentes. Argumenta, nesse sentido, que o ato regular de gestão pressupõe (i) a prática de um ato e, portanto, uma decisão negocial; (ii) que os administradores tenham agido em conformidade com o dever de lealdade, devendo ser desinteressados e independentes, e com o dever de diligência, se informando e tomando os devidos cuidados; e (iii) a ausência de dolo ou culpa, exigindo a boa-fé.<sup>17</sup>

#### 4.2 É APLICÁVEL NO BRASIL?

Independentemente dos arts. 159, § 6º e 158, ambos da Lei das S.A., consagrarem ou não a *business judgment rule*, é pertinente a discussão da sua aplicabilidade no Brasil. De fato, na maioria de suas decisões colegiadas, a CVM afirma aplicar a *business judgment rule* sem fazer menção a qualquer dispositivo legal ou à sua consagração no ordenamento brasileiro.<sup>18</sup> Ou seja, a adoção expressa do *standard* pela legislação brasileira não é requisito indispensável para sua aplicação. Para tanto, deve-se verificar se as diferenças entre os sistemas jurídicos e os cenários econômicos brasileiros e norte-americanos obstam o emprego do instituto.

Conforme visto no Capítulo 1, o regime de administração de companhias brasileiro difere do norte-americano em alguns aspectos. Por exemplo, no Brasil, é mais comum o controle concentrado

<sup>15</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

<sup>16</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, pp. 137-138.

<sup>17</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014, pp. 138-142.

<sup>18</sup> Nesse sentido, CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 07/2012, Rel. Gustavo Tavares Borba, j. 07 mar. 2017. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 07 fev. 2017. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015.

de sociedades anônimas, enquanto nos Estados Unidos, é mais comum o controle gerencial. Distinguem-se, ainda, quanto à obrigatoriedade e relevância do Conselho de Administração, mais presente lá do que aqui. Há, também, diferenças pontuais quanto ao dever de diligência, como a possibilidade inserir cláusula limitadora ou excludente do dever de diligência no estatuto social e a controvérsia a respeito da aplicação de deveres fiduciários a diretores.

A respeito do controle gerencial e controle majoritário, Carvalhosa afirma que tal distinção provoca impactos quanto à aplicação da *business judgment rule* em território nacional. Enquanto nos Estados Unidos, ela é aplicável aos administradores no exercício de suas funções de administração e desenvolvimento das políticas da sociedade, no Brasil só é aplicável a eles quanto à gestão ordinária e extraordinária da companhia, mas não quanto à formulação das políticas empresárias, pois essa é tarefa dos controladores.<sup>19</sup>

Da mesma forma, a possibilidade de limitar ou eliminar a responsabilidade dos administradores por descumprimento do dever de diligência por meio de cláusula no estatuto social denota o caráter dispositivo do referido dever nos Estados Unidos. Entre nós, entretanto, tal dever é norma de aplicação cogente, não podendo ser afastada por disposição das partes. Assim, mais fácil justificar a aplicação da *business judgment rule* lá. Se os acionistas podem afastar a responsabilidade dos administradores, também podem as Cortes. Entretanto, como os administradores brasileiros não podem contar com tal proteção estatutária, mais razão ainda para se aplicar aqui a *business judgment rule*.

Tais distinções, contudo, não impedem a aplicação do *standard* no Brasil. De fato, como exposto anteriormente, as razões que o justificam igualmente fazem sentido nesse país.

É possível, dessa forma, aplicar os seus princípios, por entender que as razões que justificam a existência da *business judgment rule* também se aplicam ao mercado brasileiro. Ora, os administradores brasileiros também devem ser encorajados a tomar riscos calculados; as companhias brasileiras também necessitam de profissionais competentes, que seriam desencorajados a assumir cargos dada a possibilidade de responsabilização; as dificuldades com revisão *ex post* das decisões os afetam igualmente; e juízes brasileiros e diretores da CVM não são especialistas em negócios.

Ademais, conforme já exposto ao longo de toda a seção 3.3, os elementos da *business judgment rule* são condizentes com os deveres fiduciários impostos aos administradores de companhias brasileiras. Isto é, decisão de negócio, desinteresse e independência, boa-fé e diligência

---

<sup>19</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 371.

não são elementos contrários à ordem jurídica brasileira, podendo ser utilizados como elementos para verificação da conduta de administradores pelos Tribunais brasileiros e pela CVM.

#### 4.3 É APLICADA NO BRASIL?

Questão diversa, entretanto, diz respeito à efetiva aplicação da *business judgment rule* nos casos nos quais se discute o cumprimento do dever de diligência. Diante da escassa jurisprudência sobre o assunto<sup>20</sup>, essa questão será abordada a partir da análise de decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores.

Em diversos julgados, a CVM afirma aplicar a *business judgment rule*.<sup>21</sup> Assevera, inclusive, que “conforme posição já consolidada no âmbito desta Autarquia, não compete à CVM adentrar no mérito da decisão, aplicando-se às circunstâncias a regra da decisão negocial (*business judgment rule*)”<sup>22</sup>. Para confirmar tal afirmação, foram analisados casos nos quais, diante da discussão a respeito do cumprimento do dever de diligência (LSA, art. 153), a CVM afirmou aplicar a *business judgment rule* ou seus preceitos.

Os resultados encontrados podem ser divididos em duas espécies: casos nos quais a *business judgment rule* ou seus princípios foram aplicados e casos nos quais tal aplicação deu-se parcialmente.

Cita-se, a título de exemplo, dois processos administrativos sancionadores nos quais foi aplicada a *business judgment rule*: o PAS CVM nº 2008/9574<sup>23</sup> e o PAS CVM nº 2011/1173<sup>24</sup>.

No PAS CVM nº 2008/9574, foi objeto de julgamento a conduta adotada pelos conselheiros de administração da Invitel S.A., Futuretel S.A. e Opportunity Zain S.A., ao realizar emissão pública de ações dessas companhias em vez de emissão por colocação privada, incorrendo, assim, em custos de colocação. Trata-se de típico caso de aplicação da *business judgment rule*, no qual se questiona o mérito de decisão negocial tomada pelos administradores. Além de afirmar que o

<sup>20</sup> Pargendler esclarece que a jurisprudência é escassa em razão da dificuldade de superar os requisitos procedimentais para a propositura de ação de responsabilidade fixados no art. 159 da Lei das S.A. Afirma, ainda, que esse problema tende a se agravar o crescente recurso à arbitragem sigilosa para dirimir conflitos societários. PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015, pp. 20-21.

<sup>21</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015. CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2013/1402, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 22 jul. 2014.

<sup>22</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. j. em 07 fev. 2017.

<sup>23</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2008/9574, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. j. em 27 fev. 2012.

<sup>24</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015.

padrão de conduta imposto aos administradores nos Estados Unidos é semelhante previsto na legislação brasileira, a relatora, Ana Novaes, reconheceu que a responsabilização dos administradores por erros de julgamento provocaria efeitos nefastos, comprometendo o crescimento econômico, o empreendedorismo e a criação de empregos. Os administradores deixariam de tomar riscos e “tomariam decisões não pensando na companhia, mas em como não serem processados”<sup>25</sup>. Concluiu o argumento apontando que só cabe aos reguladores ou ao Judiciário rever as decisões tomadas pelos administradores quando estes agiram em conflito de interesses ou quando incorreram em fraude ou má-fé. Como visto anteriormente, essas constituem hipóteses de afastamento da *business judgment rule*.<sup>26</sup>

Na análise do caso concreto, a relatora decidiu que não ficou consubstanciado conflito de interesses, fraude ou má-fé. Assim, votou pela absolvição dos acusados, pois, em suas palavras “não se pode excluir a presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé e no interesse da companhia”<sup>27</sup>.

Ou seja, como prescreve a *business judgment rule*, a CVM não exigiu que os administradores comprovassem que a decisão preencheu os seus elementos, mas que a acusação demonstrasse que algum dos elementos não estava presente. Os demais diretores acompanharam seu voto. Ficou evidenciada, dessa forma, a aplicação da *business judgment rule*.

Outro caso no qual foi aplicada a *business judgment rule* é o PAS CVM nº 2011/11073. Trata-se de processo instaurado para, dentro outros motivos, apurar a responsabilidade dos administradores da Clarion S.A. por descumprimento do dever de diligência, por arrendamento de unidade industrial sem que houvesse capital de giro disponível para a sua exploração. A acusação questionava a decisão de negócio tomada pelos administradores, pleiteando sua responsabilização com base nas condições financeiras da Companhia e nos termos contratuais da operação.<sup>28</sup>

O Colegiado da CVM decidiu que se tratava de caso de aplicação da *business judgment rule*, devendo-se analisar o processo decisório e não o mérito da decisão ou os resultados que dela decorreram. Assim, cabia à acusação comprovar que os acusados não agiram: (i) de forma diligente, obtendo e analisando as informações relevantes; (ii) de boa-fé; (iii) no que acreditavam ser o melhor interesse da companhia. A acusação não produziu provas nesse sentido, baseando-se

---

<sup>25</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2008/9574, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 fev. 2012.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> Ibidem.

<sup>28</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015.

exclusivamente no mérito da decisão tomada pelos diretores. Como a acusação não se desincumbiu de seu ônus probatório, a presunção não foi superada, e os administradores foram absolvidos.<sup>29</sup>

Para ilustrar a aplicação parcial da *business judgment rule*, destacam-se o PAS CVM nº 21/04<sup>30</sup>, o PAS CVM nº 2009/2610<sup>31</sup> e o PAS CVM nº 02/2008<sup>32</sup>.

O PAS CVM nº 21/04 foi instaurado para apurar a responsabilidade dos diretores do Banco do Brasil S.A. (Banco do Brasil) por descumprimento do dever de diligência em função de irregularidades relacionadas ao investimento efetuado pelo BB – Banco de Investimentos S.A. (BB-BI), subsidiária integral do Banco do Brasil em ações preferenciais da Pegasus AG Telecom S.A (Pegasus). Alegou-se que as ações foram supervalorizadas, tendo o BB-BI pago preço superior ao recomendado, considerando o risco incorrido.<sup>33</sup>

Em seu voto, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa proferiu diversas manifestações condizentes com a *business judgment rule*. Em primeiro lugar, assentou os critérios para aplicação do dever de diligência a casos concretos:

- (i) se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial;
- (ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada;
- (iii) quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade);
- (iv) o administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico;
- (v) o administrador não pode alienar-se do processo decisório; e
- (vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial.<sup>34</sup>

Ora, os itens i, iv, v, vi e o item ii (quanto ao desinteresse) também constituem elementos do *standard*. Em seguida, afirmou que a avaliação da diligência da conduta desinteressada de um administrador traduz-se na revisão do processo decisório incorrido por este, explanando as razões para tanto:

- (i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais;
- (ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial,

<sup>29</sup> Ibidem.

<sup>30</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>31</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2009/2610. Rel. Marcos Barbosa Pinto. j. em 28 set. 2010.

<sup>32</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2008. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. em 05 mar. 2013.

<sup>33</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>34</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo;

(iii) a revisão posterior, com base em mais informações e mais tempo, diminui o incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam riscos, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal; e

(iv) as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões.<sup>35</sup>

Concluiu que, caso a CVM adotasse posicionamento diverso, as sociedades anônimas abertas perderiam em eficiência, o que resultaria em desestímulo ao mercado de valores mobiliários.<sup>36</sup> Como se pode observar, essas são as razões que justificam a existência e a aplicação da *business judgment rule*.

Posteriormente, passou à análise da conduta dos diretores, utilizando-se do *standard* fixado pelo PAS CVM RJ nº 2005/1443 para verificar se devem ser responsabilizados. Apesar do PAS CVM RJ nº 2005/1443 não versar sobre violação ao dever de diligência, forneceu parâmetros importantes para a aplicação da *business judgment rule*, servindo como uma espécie de paradigma.

Em primeiro lugar, reconheceu que o *standard* de conduta prescrito pelo *duty of care* é muito semelhante ao imposto pelo dever de diligência, sendo possível, assim, a utilização do *standard* de revisão norte-americano:

A construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada.<sup>37</sup>

Além disso, fixou quais os princípios que devem ser seguidos para a incidência da “regra da decisão negocial”:

(i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;

(ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a

<sup>35</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>36</sup> Ibidem.

<sup>37</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006.

ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e  
 (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*).<sup>38</sup>

O requisito da “decisão desinteressada” encontra-se em consonância com a *business judgment rule*, conforme prevista no direito norte-americano, pois relaciona-se ao requisito do desinteresse e independência dos administradores. O mesmo pode ser dito a respeito dos elementos “decisão informada” e “decisão refletida”, que se referem ao processo de tomada de decisão adotado pelo administrador.

Aplicando tais preceitos ao caso em tela, o relator votou pela absolvição dos administradores das acusações de violação ao dever de diligência, pois, entendeu que a decisão tomada por eles foi desinteressada, informada e refletida. Os demais diretores acompanharam o voto do relator.<sup>39</sup>

Os requisitos fixados pelo PAS CVM nº 2005/1443, os quais fundamentaram o processo administrativo anteriormente citado, também embasaram o PAS CVM nº 2009/2610, instaurado para aferir a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração da Clarion S.A. Agroindustrial. Os administradores foram acusados por não terem diligenciado para obter informações atualizadas acerca da real situação patrimonial da Clarion quando fixaram o preço de emissão das ações. Como resultado, fixaram o preço com base em valor patrimonial expressivamente inferior ao verificado na época, diluindo injustificadamente os minoritários. Ao proferir seu voto, Marcos Barbosa Pinto, relator, ressaltou que, na ausência dos pressupostos da decisão informada, refletida e desinteressada, a decisão não será protegida pela *business judgment rule*. Por entender que esses não foram atendidos, condenou os administradores por violarem o dever de se informar, não tendo sido aplicada a *business judgment rule*.<sup>40</sup>

Nesses dois casos, a *business judgment rule* não foi aplicada como uma presunção. No PAS CVM nº 21/04, para serem absolvidos, coube aos diretores comprovar o desinteresse, a informação e reflexão de sua decisão. No PAS CVM nº 2009/2610, embora os elementos da *business judgment rule* tenham sido considerados para a análise da conduta dos administradores, esses foram condenados a despeito de não ter restado comprovado que agiram em conflito de interesses, de má-fé, contra os interesses da companhia ou que não empregaram processo adequado para a tomada de

<sup>38</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006

<sup>39</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007.

<sup>40</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2009/2610. Rel. Marcos Barbosa Pinto. j. em 28 set. 2010.

decisão. Partiu-se da premissa contrária: como os conselheiros não provaram o atendimento aos requisitos do *standard*, foram sancionados.

O terceiro caso que merece destaque é o PAS CVM nº 02/2008, instaurado para apurar a responsabilidade do diretor financeiro da Brasil Telecom S.A. por ter contratado um empréstimo em favor da Highlake International Business Company Ltd., com garantias insuficientes. A acusação argumentou que o diretor não se informou sobre a situação patrimonial da mutuante, por não fazer uma análise de crédito prévia, não tendo tomado uma decisão informada e isenta. Ao não observar os deveres de se informar e de investigar, o acusado teria incorrido em violação ao art. 153 da Lei das S.A.<sup>41</sup>

A decisão do caso observou em parte o prescrito pela *business judgment rule*. O relator, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, reconheceu que há uma presunção de que as decisões negociais tomadas pelos administradores foram de boa-fé e no interesse da companhia. Contudo, baseou a absolvição do acusado em fundamento diverso:

A meu sentir, o Acusado logrou êxito em comprovar que não se pautou exclusivamente nas informações fornecidas pela parte interessada e que considerou, ao decidir pela concessão do empréstimo à Highlake, a existência de elementos que, a seu ver, configuravam-se suficientes para suportar sua decisão.<sup>42</sup>

Não observou, dessa forma, que a *business judgment rule* também estabelece uma presunção de que a decisão foi informada, não cabendo ao acusado comprovar que detinha informações aptas a embasar suas ações, mas cabendo à acusação comprovar a sua insuficiência. Os efeitos da não aplicação integral do *standard*, contudo, não foram graves, uma vez que se concluiu pela absolvição dos administradores.

Assim, diante dos casos acima mencionados, verifica-se que a CVM aplica a *business judgment rule*, seus princípios e elementos, se não em sua totalidade, pelo menos parcialmente. De fato, no julgamento dos processos administrativos sancionadores, a CVM não analisou o mérito das decisões tomadas pelos administradores, ficando adstrita ao processo decisório percorrido por esses. Confirma-se, dessa forma, a afirmação proferida por Henrique Moreira no PAS CVM nº 2015/10677, no sentido de que é posição consolidada no âmbito da CVM que o exame do mérito de decisões negociais foge à sua competência.

Contudo, ressalta-se que, por vezes, a posição adotada pela autarquia não é condizente com o aspecto processual da *business judgment rule*. Isto é, em alguns casos, ignora que cabe à acusação

---

<sup>41</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2008. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. em 05 mar. 2013.

<sup>42</sup> Ibidem.



ou ao demandante comprovar que os elementos do *standard* não foram observados no caso concreto, e que há uma presunção de regularidade que se estende a todos os elementos. Isso ocorre nos casos nos quais a CVM não aplica a *business judgment rule* como uma presunção, exigindo que os administradores comprovem o atendimento a tais requisitos, sob pena de responsabilização.

## 5 CONCLUSÃO

Como se pôde observar ao longo desta monografia, a *business judgment rule* é um *standard* de revisão desenvolvido pelos Tribunais norte-americanos para a análise e resolução de casos nas quais se pleiteia a responsabilização do administrador por descumprimento do dever de diligência. Ela estabelece uma presunção relativa de que, ao tomar uma decisão de negócios, os administradores da companhia atuaram de maneira informada, de boa-fé, e no interesse da companhia. Assim, cabe ao demandante comprovar que algum dos elementos do *standard* não está presente, isto é, que a ação não versa sobre uma decisão negocial; que o administrador é interessado ou não é independente; que o administrador não agiu de boa-fé; ou que o processo empregado para a tomada de decisão não foi diligente. Se o autor não se desincumbir desse ônus, os Tribunais não irão avaliar o mérito da decisão de negócio questionada, e o administrador não será pessoalmente responsabilizado pela decisão. Se, entretanto, o demandante provar que algum dos elementos não foi observado, a presunção será afastada. Nessa hipótese, o ônus da prova será transferido ao administrador, que deverá demonstrar que a operação ou decisão foi justa para a companhia e para seus acionistas.

Assim, constata-se que, com a aplicação da *business judgment rule*, busca-se construir um regime de responsabilidade dos administradores que seja eficaz em prevenir abusos do poder social e, ao mesmo tempo, outorgue ampla discricionariedade aos administradores na condução dos negócios sociais.

Verifica-se a compatibilidade desse regime de responsabilidade com o sistema jurídico brasileiro, a partir da análise das diferenças e semelhanças entre os regimes jurídicos de administração de companhias dos dois países e entre o dever de diligência e o *duty of care*. Dentre as semelhanças dos regimes de administração, destaca-se a existência de um órgão colegiado, encarregado da formulação das políticas da companhia e da gestão extraordinária, o exercício da gestão ordinária e condução das operações diárias pelos diretores (ou *officers*) e a imposição deveres fiduciários aos administradores. Dentre as diferenças, ressalta-se a forma de controle interno – no Brasil é mais comum o controle majoritário, enquanto nos Estados Unidos, é mais comum o controle gerencial – e a obrigatoriedade e relevância do Conselho de Administração – mais presente lá do que aqui.

Ainda, infere-se que há diversos pontos de convergência entre o dever de diligência previsto na legislação brasileira e o *duty of care* imposto aos administradores de companhias norte-

americanas: a começar, ambos são *standards* de conduta que prescrevem que o administrador deve conduzir os negócios sociais com cautela, dedicação e zelo. Apesar de o art. 153 da Lei das S.A. dispor que o padrão de conduta deve ser o do “homem ativo e probo”, doutrina e jurisprudência concordam que o standard a ser adotado é o do administrador competente, à semelhança do padrão previsto pelo § 8.30 do MBCA (“*person in a like position*”). Demonstra-se que o dever de diligência desdobra-se cinco aspectos: (i) dever de se qualificar para o exercício da função, segundo o qual o administrador deve conhecer as atividades desempenhadas pela companhia e o contexto na qual opera; (ii) dever de bem administrar, que prescreve que os administradores devem executar o objeto social e representar a companhia; (iii) dever de se informar, que estabelece a obrigação de adquirir informações antes de tomar decisões relevantes e de se manter atualizado sobre os negócios sociais; (iv) dever de investigar, que determina que os administradores avaliem criticamente as informações recebidas; e (v) dever de vigiar, que impõe o dever de fiscalizar e monitorar as práticas da companhia e a atuação dos demais administradores e seus subordinados. Pela análise conduzida, conclui-se que todos esses aspectos do dever de diligência encontram correspondência com os aspectos do *duty of care*, salvo o dever de bem administrar.

Mais, conclui-se que a *business judgment rule* é aplicada por quatro fatores principais: (i) é desejável que os administradores tomem decisões arriscadas; (ii) a responsabilização dos administradores por erros desencorajaria profissionais competentes de assumir cargos na administração de companhias; (iii) a revisão *ex post* das decisões tende a levar em conta o seu resultado; e (iv) juízes não são especialistas em negócios, não sendo desejável que substituam os administradores na administração de companhias. Ademais, expõe-se que, para uma decisão não ser abarcada pela *business judgment rule*, deve-se comprovar que algum dos seguintes elementos não está presente no caso concreto: (i) decisão de negócios; (ii) tomada por administradores desinteressados e independentes; (iii) de boa-fé e no interesse da companhia; (iv) de forma informada; (v) e sem abuso de discricionariedade.

Quanto à recepção da *business judgment rule* pela legislação brasileira, em especial pela Lei das S.A., constata-se que há divergência na doutrina. Eizirik, Silva e Correa Lima apontam que o art. 159, §6º, do referido diploma legal, recepcionou integralmente o instituto. Outros, como Pargendler e Campos, argumentam que o dispositivo consagra uma espécie de *business judgment rule* à brasileira. Reconhecem que há diferenças entre a norma brasileira e o instituto norte-americano, mas identificam uma *ratio* comum de proteger os administradores de boa-fé que tomaram decisões visando ao interesse da companhia. Brigagão, por outro lado, sustenta que a

*business judgment rule* foi positivada no art. 158 da Lei das S.A., pois identifica compatibilidade de elementos entre as duas normas. Há, ainda, quem defenda que o *standard* não foi recepcionado expressamente pela legislação brasileira, sem que isso implique, contudo, sua incompatibilidade com o sistema brasileiro.

Quanto à aplicabilidade da *business judgment rule*, verifica-se que as diferenças entre os regime jurídico brasileiro de administração de companhias o regime norte-americano e as distinções entre o dever de diligência e o *duty of care* apontadas anteriormente não os tornam incompatíveis, de forma que não obstam a aplicação do *standard* no Brasil. Observa-se que os fatos e fenômenos que justificam a sua existência nos Estados Unidos também são verificados no Brasil. Ora, os administradores brasileiros também devem ser encorajados a tomar riscos calculados; as companhias brasileiras também necessitam de profissionais competentes, que seriam desencorajados a assumir cargos dada a possibilidade de responsabilização; as decisões proferidas por autoridades brasileiras também padecem dos mesmos defeitos relativos à revisão *ex post*; e juízes brasileiros e diretores da CVM não são especialistas em negócios. Ainda, verifica-se que os elementos da *business judgment rule* não são elementos contrários à ordem jurídica brasileira, podendo ser utilizados como elementos para verificação da conduta de administradores pelos Tribunais brasileiros e pela CVM.

Quanto à aplicação da *business judgment rule* no direito brasileiro, estudaram-se as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores instaurados para apurar o cumprimento do dever de diligência, nos quais a autarquia afirmou aplicar a *business judgment rule* ou seus preceitos. Para ilustrar os resultados encontrados, foram apresentados dois processos nos quais foi o *standard* aplicado e três processos nos quais foi aplicado apenas parcialmente. Conclui-se que em todos os casos a CVM respeitou uma das principais premissas do instituto, qual seja, de que o Judiciário ou o órgão regulador não deve adentrar no mérito das decisões tomadas pelos administradores, devendo restringir a análise ao processo decisório. Percebe-se, entretanto, que as decisões da CVM não são uníssonas quanto ao atendimento ao aspecto processual da *business judgment rule*. Por vezes, aplica o *standard* como uma presunção; por vezes, exige que o administrador comprove que preencheu os requisitos para ser protegido.

Por fugir ao escopo do trabalho, não se aprofundou a análise a respeito do regime jurídico de administração norte-americano ou brasileiro. Igualmente, não se discorreu a respeito das teorias sobre a natureza jurídica dos poderes de administração, ou as diferenças entre o sistema bipartido e o sistema unitário. Quanto aos deveres fiduciários, a pesquisa foi limitada ao dever de diligência,

não sendo estudado o dever de lealdade, o dever de obediência, o dever de evitar conflitos de interesses ou o dever de informar, nem os deveres específicos previstos na Lei das S.A.

Da mesma forma, não se estudou o regime de responsabilidade civil dos administradores ou as ações de responsabilidade civil contra administradores, por ser tema amplo que extrapola o escopo do trabalho. Também não foram tratadas questões relativas à organização e funcionamento da CVM, tampouco estabeleceu-se uma comparação entre a autarquia e o poder Judiciário a fim de verificar como tais distinções poderiam afetar a aplicação da *business judgment rule*.

Como desdobramento desse trabalho, sugere-se a análise de uma amostra mais ampla de decisões proferidas pelo Colegiado da CVM a respeito do dever de diligência para verificar se a *business judgment rule* é aplicada e como se dá essa aplicação. Além disso, também se sugere estudo a respeito de como as diferenças entre os regimes jurídicos de administração impactam os deveres fiduciários e sua aplicação pelas cortes.

## REFERÊNCIAS

- ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, v. 4, 2007.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, v.1, 1999.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act: Official Text, Revised through 2010, v. 1, 2010.
- BAINBRIDGE, Stephen M. Corporation Law and Economics. Nova York: West Group, 2002, p. 242.
- BAINBRIDGE, Stephen M., The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. Law & Economics Research Paper Series. Los Angeles, n. 03-18, July 29, 2003.
- BLOCK, Dennis J; BARTON, Nancy E; RADIN, Stephen A. The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Aspen Law & Business, 2009.
- BRANSON, Douglas M. The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule. Valparaiso University Law Review, Valparaiso, v. 36, verão de 2002.
- BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. 2014. 191 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.
- BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 74, p. 95-116, out-dez 2016, p. 99.
- BRODSKY, Edward; ADAMSKI, M. Patricia. Law of corporate officers and directors: rights, duties and liabilities. St. Paul, Minn.: West Group, 1999.
- CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 3º volume, artigos 138 a 205. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2015.
- COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- CÔRREA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade anônima. 3. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 202.
- COX, James D. On corporations. 2nd.ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro: Teoria geral das obrigações. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

DOOLEY, Michael P. Rules, Standards, and the Model Business Corporation Act. Law and Contemporary Problems, Durham, vol. 74-45, p. 45-56, inverno 2011.

EINSENBURG, Melvin A. The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law. Forham Law Review. v. 62. n. 3. 1993, p. 437-468.

EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers. University of Pittsburgh Law Review, Pittsburgh, v. 51:945, n. 4, p. 945-972, summer 1990.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GEVURTZ, Franklin A. Corporation law. 2nd. ed. St. Paul, MN: Thomson Reuters, 2010.

HAMILTON, Robert W. The Law of Corporation in a Nut Shell. 5a ed. St. Paul: West Group, 2000, p. 229.

HORRIGAN, Bryan. Corporate Social Responsibility in the 21st Century: Debates, Models and Practices Across Government, Law and Business. Edward Elgar: 2010, Northampton.

JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. Washington. The Business Lawyer, Chicago, v. 60, 2005, p. 454.

KNEPPER, William E; BAILEY, Dan A. Liability of Corporate Officers and Directors. 8. ed.. Columbus: Lexis Nexis, 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

MANNE, Henry G. Our Two Corporation Systems: Law and Economics. Virginia Law Review, Charlottesville, vol. 53, n. 2, p. 259-284, Mar. 1967.

MARTINS-COSTA, Judith. A Boa-fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo: Saraiva, 2013.

NADALIN, Guilherme Frazão. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. 2015. 149 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 16.

NADER, Paulo. Curso de direito civil: Obrigações. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2012. v. 2.

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

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. Revista dos Tribunais, RT, v. 104, n. 953, mar. 2015.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A., Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

PONTES DE MIRANDA, Tratado de Direito Privado, t. L, 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 384.

SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. Delaware Journal of Corporate Law, Wilmington, v. 22, p. 287-309. 2008, p. 289. Disponível em: <http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-ENDURING-LEGACY-OF-SMITH-V.-VAN-GORKOM.pdf>> Acesso em: 06 jul. 2017.

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

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

THE AMERICAN LAW INSTITUTE. Principles of corporate governance: analysis and recommendations. St. Paul, Minn., 1994, v.1.

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, Econômico e Financeiro, São Paulo, vol. 36, n. 109, p. 137-149, jan.-mar 1998.



**LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA CONSULTADAS**

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (1984).

Biondi v. Schrushy, 820 A.2d 1148 (Del. Ch. 2003).

BRASIL. Lei n. 12.846, de 1º de agosto de 2013. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm)>. Acesso

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2017.

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 264 (Del. 2000).

Campbell v. Watson, 62 N.J. Eq. 396 (Ch. 1901).

Casey v. Woodruff, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (N.Y. 1944).

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (1993).

Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., 569 A.2d 53, 666 (Del.1989).

Cramer v. General tel. E Elect. Corp, 443 F. Supp. 516 (1977).

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2008. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. em 05 mar. 2013. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305\\_PAS\\_022008.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_022008.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 07/2012, Rel. Gustavo Tavares Borba. j. 07 mar. 2017. Disponível em: <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/072012\\_Quality CCTVM.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/072012_Quality CCTVM.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 09/2009, Rel. Luciana Dias. j. em 21 jul. 2015.

Disponível em: <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721\\_PAS\\_092009.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_092009.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, Rel. Aleksandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010. Disponível em: <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2004/3098, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 25 jan. 05. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4413-0.pdf>>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2004/5392, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 29 ago. 06. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829\\_PAS\\_RJ20045392.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20045392.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/0097, Rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 07. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315\\_PAS\\_RJ20050097.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315_PAS_RJ20050097.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/0097, Rel. Maria Helena de Santana, j. em 15 mar. 07. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315\\_PAS\\_RJ20050097.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315_PAS_RJ20050097.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 10 mai. 2006. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2005/8542, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 29.08.06. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829\\_PAS\\_RJ20058542.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2008/9574, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 fev. 2012. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121127\\_PAS\\_RJ20089574.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121127_PAS_RJ20089574.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2009/2610. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28 set. 2010. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100928\\_PAS\\_RJ20092610.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100928_PAS_RJ20092610.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2010/9078. Rel. Luciana Dias, j. em 25 out. 2011. Disponível em: <  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111025\\_PAS\\_RJ20109078.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111025_PAS_RJ20109078.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2011/11073, Rel. Pablo Renteria, j. em 15 dez. 2015. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151215\\_PAS\\_RJ201111073.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151215_PAS_RJ201111073.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2013/1402, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 22 jul. 2014. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140722\\_PAS\\_RJ20131402.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140722_PAS_RJ20131402.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2015/10677, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. j. em 07 fev. 2017. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677\\_PETROBRAS\\_2.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201510677_PETROBRAS_2.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2004. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. em 15 mai. 2007. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515\\_PAS\\_2104.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 25/2003. Rel. Eli Loria, j. em 28 mar. 2008. Disponível em: <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325\\_PAS\\_2503.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf)>. Acesso em: 06 jul. 2017.

Dodge v. Ford Motor Co., Michigan Supreme Court, 170 N.W. 668 (1919).

Francis v. United Jersey Bank, 432 A.2d 814.

Gagliardi v. TriFoods Intern, 683 A.2d 1049 (1996).

Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695, 708-09 & n.37 (Del. 2009)

Granada Investments, Inc v. DWG Corp, 717 F. Supp. 533 (N.D. Ohio 1989).

Grobow v. Perot, 526 A.2d 914 (1987).

Harhen v. Brown, 431 Mass. 838 (2000).

In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (1996).

In re Citigroup Inc Shareholder Derivative Litigation, 964 A 2d 106, 140 (Del Ch 2009).

In re Franklin National Bank Securities Litigation, 2 B.R. 687, 707 (E.D.N.Y. 1979).

In re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation, 953 A.2d 963 (2007).

In re J.P. Stevens & Co., Inc., 542 A.2d 770 (1988).

In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litig., C.A No. 2808-VCS (Del. Ch. Sept. 19, 2008).

In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Lit., 576 A.2d 654 (1990).

In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693 (2005).

Joy v. North, 692 F.2d 880 (1982).

Mc Mullin v. Beran e Solomon, 747 A.2d at 1112.

Miller v. AT&T, 07 F.2d 759 (3d Cir. 1974).

Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc, 559 A.2d 1261 (1988).

Mizel v. Connelly, 1999 Del. Ch. LEXIS 157 (July 22, 1999).

Orman v. Cullmann, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002).

Percy v. Millaudon, 8 Mart.(n.s.) 68.

Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619.

Resolution Trust Corp. v. Rahn, 854 F. Supp. 480, 490 (W.D. Mich. 1994).

Seminaris v. Landa, 662 A.2d 1350, 1354 (Del. Ch.1995).

Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968).

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (1971).

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (1985).

Solash v. Telex Corp., 1988 WL 3587, (Del. Ch. Jan. 19, 1988).

Stone vs. Ritter, 911 A.2d 362, 369-370 (Del. 2006).

Telxon Corp v. Meyerson, 802 A.2d 257, 264 (Del. 2002).