

# **RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES E BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO**

---

**MARIANA PARGENDLER**

Doutora (J.S.D.) e Mestre (LL.M.) em Direito pela Yale Law School. Doutora pela UFRGS.

Professora da Graduação em Direito e do Programa de Pós-Graduação em Direito da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (Direito GV). Global Associate Professor of Law da New York University (NYU). Pesquisa acadêmica concentrada nas áreas de direito contratual, direito societário e governança corporativa, sob perspectiva econômica e comparada.

**ÁREA DO DIREITO:** Civil; Comercial/Empresarial; Societário; Internacional

**RESUMO:** O artigo examina os contornos e fundamentos da *business judgment rule* como fator limitador da responsabilidade civil dos administradores. Delineia-se, primeiramente, as características do instituto no direito norte-americano para, então, examinar-se a sua recepção pelo direito brasileiro à luz da Lei das S.A. e dos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários. Por fim, apontam-se parâmetros para a aplicação do art. 159, § 6.º, da Lei das S.A.

**PALAVRAS-CHAVE:** Direito societário – Responsabilidade civil dos administradores – *Business judgment rule* – Direito comparado.

**ABSTRACT:** This article examines the content and rationale of the *business judgment rule* as a limitation to liability of directors and officers. After outlining the characteristics of this doctrine under U.S. law, it examines its reception under Brazilian law in light of the Brazilian Corporations Law and the precedents of Brazil's Securities Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*). Finally, it concludes by providing guidelines for the application of 159, § 6.<sup>º</sup>, of the Brazilian Corporations Law.

**KEYWORDS:** Corporate law – Managerial liability – Business judgment rule – Comparative law.

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. A *business judgment rule* no direito norte-americano – 3. A “regra de decisão empresarial” no direito brasileiro: 3.1 O regime da Lei das S.A.; 3.2 Os precedentes da CVM – 4. Nota conclusiva: parâmetros para a aplicação do art. 159, § 6.<sup>º</sup>, da Lei das S.A.

“[The business judgment rule], which began as a minor exception, is now so dominant a winning argument that the only fun left is trying to prove that [it] (...) does not cover absolutely *all* forms of corporate theft.”<sup>1</sup>

“Imagine uma companhia cuja decisão estratégica inclua, neste ano, o gasto de 10 bilhões de dólares para construir várias novas fábricas, para vender produtos que eles ainda não desenvolveram, para consumidores que eles ainda não tem. (...) O diretor presidente da companhia foi citado na imprensa financeira, onde ele descreve essa estratégia (parafraseando minimamente) como dirigir um carro a 150 quilômetros por hora, em uma estrada montanhosa sinuosa, no escuro, com as luzes desligadas, tentando não bater. Essa estratégia é certeza de um acidente, cedo ou tarde. (...) Tem um detalhe nessa história. A companhia é a Intel, que é uma das mais bem sucedidas companhias do mundo.”<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> . BAZELON, David. Clients Against Lawyers. Harper's Magazine, Sept. 1967. apud JOHNSON, Lyman P.Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. *The Business Lawyer*, Chicago. vol. 60, p. 439-469, Feb. 2005, p. 439.

<sup>2</sup> . BLACK, Bernard. The Core Fiduciary Duties of Outside Directors. *Asia Business Law Review*, Singapore, p. 3-16, July 2001, p. 16-17, trad. livre transcrita em: CVM. Processo Administrativo Sancionador (PAS) 21/2004. Diretor relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. j. 15.05.2007.

## 1. INTRODUÇÃO

A responsabilidade civil dos administradores é, no plano teórico, um dos principais pilares do regime jurídico das sociedades anônimas. Ao flexibilizar a constituição de companhias no Brasil, até então sujeita à prévia autorização estatal específica, a longínqua Lei 3.150, de 04.11.1882, alicerçou a sua disciplina jurídica sobre o tripé da “liberdade de associação, publicidade e responsabilidade”.<sup>3</sup> A ênfase conferida à responsabilidade dos administradores subsistiu nos diplomas subsequentes, optando o Dec.-lei 2.627, de 26.09.1940, nas palavras do autor do anteprojeto, por “um regime severo de responsabilidade, civil e penal, dos fundadores, diretores e fiscais”.<sup>4</sup> Na mesma toada, a exposição de motivos da atual Lei 6.404, de 15.12.1976 (Lei das S.A.), reputou a seção destinada à responsabilidade dos administradores como sendo “da maior importância no projeto, porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário”.

Há, sem dúvida, boas razões para imputar deveres e atribuir responsabilidade a quem administra coisa alheia – não discrepando o direito societário, nesse particular, dos demais ramos da atuação jurídica.<sup>5</sup> Aliás, os “custos de agência”<sup>6</sup> (*rectius: custos de representação*) identifica-

<sup>3</sup> . Discurso do senador Lafayette (24.04.1882) In: BRASIL, Senado. *Anais do Senado* (declara que “a missão do direito é limitada à trilogia da liberdade, publicidade e responsabilidade; além disso, tudo o que há são restrições injustificáveis aos direitos individuais”). Sobre as origens do direito societário brasileiro, ver PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

<sup>4</sup> . Exposição de Motivos citada em: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Dec.-lei 2.627, de 26.09.1940*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 278-279.

<sup>5</sup> . Ver, e.g., CC/2002, arts. 667 e 668 (deveres do mandatário).

<sup>6</sup> . Os custos decorrem da singela intuição de que um representante autointeressado tenderá a perseguir o seu próprio interesse em detrimento dos interesses dos representados. A expressão vem de JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Rochester, vol. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

dos pela ciência econômica são tão acentuados nas sociedades anônimas que ninguém menos do que Adam Smith chegou a duvidar da viabilidade econômica do instituto.<sup>7</sup> A imposição de deveres fiduciários aos administradores e de responsabilidade civil por sua violação visa a compelir, por lei, a superação das tendências egoísticas que afligem a gestão das companhias.

É bem verdade, por outro lado, que a responsabilização dos administradores por danos causados no exercício de suas atribuições encontra dificuldades práticas importantes: como pode o juiz, presumivelmente sem qualquer expertise empresarial, avaliar o mérito das decisões gerenciais, contando ainda com o viés da passagem do tempo?<sup>8</sup> A responsabilidade dos administradores por erros ou más decisões não teria por efeito inibir a assunção de risco empresarial, via de regra benéfica aos acionistas e ao funcionamento do sistema capitalista como um todo?<sup>9</sup> Seria possível atrair os melhores talentos para a administração das

---

<sup>7</sup> . SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Dublin: William Porter, 1801. p. 259 (“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. (...) Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”).

<sup>8</sup> . Alude-se, aqui, ao viés psicológico originalmente denominado de *hindsight bias*, que conduz à percepção de um evento já ocorrido como sendo mais previsível do que se intuiria antes de sua ocorrência. Esta tendência poderia transfigurar os juízes em verdadeiros “engenheiros de obra feita”, levando-os a responsabilizar os administradores por condutas que se mostraram desastrosas, muito embora, à época da deliberação, parecessem razoáveis. Sobre o *hindsight bias*, ver KAHNEMAN, Daniel. *Thinking fast and slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011. p. 202-204.

<sup>9</sup> . Como bem ilustrado pela crise de 2008, porém, a assunção de riscos com efeitos sistêmicos produz efeitos negativos tanto para os acionistas diversificados, como para o bem-estar social. Para uma análise recente sobre os efeitos deletérios do incremento de riscos sistêmicos relativamente aos acionistas diversificados, ver ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey. *Systemic Harms and Shareholder Value. ECGI – Law Working Paper*, n. 222, 2013. Disponível em: [<http://ssrn.com/abstract=2307959>]. Acesso em: 16.07.2014.

companhias, responsabilizando-os pelos erros cometidos, quando os acertos se revertem preponderantemente em benefício alheio?

Essas considerações, distintas, mas interligadas, relativas (i) à competência institucional do Judiciário, (ii) ao benefício da tomada de risco empresarial e (iii) à atratividade do cargo de administrador, servem de fundamento à chamada “*business judgment rule*” do direito norte-americano, regra amplamente reconhecida como poderoso antídoto contra a responsabilização dos administradores. Os contornos e limites do instituto naquele sistema serão sucintamente delineados na seção 2. Em seguida, a seção 3 examinará se em que medida a *business judgment rule* foi recepcionada pelo direito brasileiro, primeiramente com base na formulação legal da Lei das S.A. e, logo após, de acordo com a interpretação que vem sendo acolhida nas decisões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por fim, concluir-se-á com considerações sobre os parâmetros que devem nortear a aplicação da regra de decisão empresarial no direito brasileiro.

## 2. A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Em 1967, proclamou Henry Manne, em diagnóstico ainda atual, que a *business judgment rule* representaria “um dos conceitos menos compreendidos de todo o campo societário”.<sup>10</sup> Não são poucas as razões para tanto: como conceito oriundo da jurisprudência societária estadual, ainda não codificado, seu conteúdo e aplicação têm oscilado ao longo do tempo e do espaço. Porém, apesar das nuances quanto ao conteúdo da norma e as controvérsias quanto à sua natureza jurídica,<sup>11</sup> a *ratio* é clara: proteger a discricionariedade decisória de administradores bem inten-

---

<sup>10</sup> . MANNE, Henry G. Our Two Corporation Systems: Law and Economics. *Virginia Law Review*, Charlottesville, vol. 53, n. 2, p. 259-284, Mar. 1967. Sobre a atualidade da observação de Manne, ver JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. *The Business Lawyer*, Chicago, vol. 60, p. 439-469, Feb. 2005. p. 454.

<sup>11</sup> . Para uma descrição das diferentes correntes quanto à natureza jurídica da *business judgment rule*, ver Mcmillan, Lori. The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, Williamsburg, vol. 4, n. 2, p. 521-574, Apr. 2013.

cionados, eximindo-os do dever de indenizar por eventuais prejuízos gerados à companhia. Entende-se, no contexto liberal norte-americano, que a principal fonte de disciplina contra a má administração das sociedades anônimas deve vir do próprio mercado.<sup>12</sup>

Em sua formulação mais influente, consagrada pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Aronson vs. Lewis*, a *business judgment rule* cria a presunção *juris tantum* de que “ao tomar uma decisão empresarial, os membros do *board of directors* de uma sociedade anônima agiram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia”.<sup>13</sup> A fim de afastar esta presunção e viabilizar a ação de responsabilidade, incumbiria ao demandante demonstrar a violação aos deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*).<sup>14</sup> Caso a presunção oriunda da *business judgment rule* não seja afastada, os administradores apenas poderão ser responsabilizados mediante prova de que a decisão em questão envolve manifesto desperdício dos recursos da sociedade (*waste of corporate assets*) e é desprovida de qualquer base racional –<sup>15</sup> requisitos estes extremamente rigorosos e de difícil caracterização no caso concreto.

Há consolidado posicionamento jurisprudencial no sentido de que a *business judgment rule* deve ceder diante da violação ao dever de lealdade. Sempre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação – o qual transfere aos administradores o ônus de provar que o negócio atende aos melhores interesses da companhia, observando um “proces-

---

<sup>12</sup> . Ver, por todos, EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 108.

<sup>13</sup> . *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (“in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company”).

<sup>14</sup> . *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 358 (Del. 1993).

<sup>15</sup> . *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*, 542 A.2d 770, 780 (Del. Ch. 1988); *Sinclair Oil Corp. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

so justo” e um “preço justo”, sob pena de responsabilização.<sup>16</sup> Não se aplica, pois, a proteção da *business judgment rule* a decisões evitadas por conflito de interesse formal ou material. Tanto é assim que, até mesmo em situações de alienação de controle ou de emprego de táticas defensivas contra aquisições hostis – marcadas como são pelo “fantasma onipresente de que o *board* esteja agindo primordialmente em seu próprio interesse” –<sup>17</sup> o mais rigoroso teste de *enhanced scrutiny* substitui a usual aplicação da *business judgment rule*.<sup>18</sup>

Se a relação entre o dever de lealdade e a *business judgment rule* é pouco controvertida, o mesmo não ocorre em relação ao dever de diligência. Isso porque, no limite, existe considerável tensão entre permitir-se que o juiz reavalie uma decisão tomada pelos administradores, de um lado, e o propósito da *business judgment rule* de preservar o âmbito de discricionariedade daqueles na gestão da companhia, de outro. Do ponto de vista histórico, a *business judgment rule* saiu-se vencedora nesse embate. Em 1968, Joseph W. Bishop, professor de direito societário da Universidade de Yale, já advertia que a busca por casos em que os administradores houvessem sido responsabilizados por conduta culposa, na ausência de conflito de interesses, seria comparável à procura de “um pequeníssimo número de agulhas em um enorme palheiro”.<sup>19</sup> Em 1981, George W. Dent ainda qualificava o dever de diligência como “moribundo”.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> . *Weinberger vs. UOP*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983); e *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del. 1993).

<sup>17</sup> . *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985).

<sup>18</sup> . *Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986); *Paramount Communications Inc. vs. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, 45 (Del 1994).

<sup>19</sup> . BISHOP JR., Joseph W. Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers. *Yale Law Journal*, New Haven, vol. 77, p. 1078-1103, May 1968. p. 1099 (“The search for cases in which directors of industrial corporations have been held liable in derivative suits for negligence uncomplicated by self-dealing is a search for a very small number of needles in a very large haystack”).

<sup>20</sup> . DENT, George W. The Revolution in Corporate Governance, the Monitoring Board, and the Director’s Duty of Care. *Boston University Law Review*,

No mesmo sentido, Henry Ridgely Horsey, juiz da Suprema Corte de Delaware, observou que, na influente jurisprudência societária deste estado, a consagração da *business judgment rule* como causa de afastamento da responsabilidade civil em muito precedeu a efetiva aplicação do dever de diligência. A primeira decisão de Delaware que reconheceu expressamente este dever remonta ao já tardio ano de 1963<sup>21</sup> e a primeira condenação por sua violação à década de 1970 –<sup>22</sup> não por acaso um período no qual proliferavam críticas à postura *laissez faire* de Delaware e, consequentemente, demandas pela federalização do direito societário.<sup>23</sup>

O mais famoso e controvertido exemplo de responsabilização dos administradores por violação do dever de diligência se deu no caso *Smith vs. Van Gorkom*, em decisão relatada por Horsey.<sup>24</sup> Decidiu a Suprema Corte de Delaware, na ocasião, que os membros do *board of directors* atuaram com negligência grave (*gross negligence*) ao aprovar a venda da companhia às pressas e sem a obtenção das informações necessá-

---

Boston, vol. 61, n. 2, p. 623-681, Mar. 1981. p. 646.

- <sup>21</sup> . Trata-se do caso *Graham vs. Allis-Chalmer*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), no qual considerou a Corte estarem ausentes, no caso, os pressupostos para violação do dever de diligência.
- <sup>22</sup> . *Kaplan vs. Centex Corp*, 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971).
- <sup>23</sup> . HORSEY, Henry Ridgely. The Duty of Care Component of the Business Judgment Rule. *Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, vol. 19, n. 3, p. 971-998, Summer 1994. Ver também ROE, Mark. Delaware's Competition. *Harvard Law Review*, Cambridge, vol. 17, n. 2, p. 588-644, Dec. 2003.
- <sup>24</sup> . 488 A.2d 858 (Del. 1985). Para uma dura crítica liberal a essa decisão, ver FISCHEL, Daniel R. The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. *The Business Lawyer*, Chicago, vol. 40, p. 1437-1455, Aug. 1985. Jonathan Macey and Geoffrey Miller, entretanto, sustentam que, corretamente entendido como um caso relativo à onda de aquisições (*takeovers*) dos anos 1980, o principal objetivo de *Smith vs. Van Gorkom* não foi o de incrementar a responsabilidade dos administradores, mas de proteger as decisões da *board of directors* no futuro. Isto é: ao responsabilizar os conselheiros por terem aceito uma proposta de aquisição às pressas, Delaware deixou claro que não haveria responsabilidade por rejeitar ofertas semelhantes. Ver MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P. Trans Union Reconsidered. *Yale Law Journal*, New Haven, vol. 98, p. 127-143, Nov. 1988. p. 138.

rias – ainda que com vultoso prêmio de 50% relativamente ao preço de mercado das ações. Diante da reação negativa ao caso e do surto de pânico entre administradores e seguradores que se seguiu, o Estado de Delaware não tardou em apaziguar os ânimos oferecendo nova solução por via legislativa.

Em 1986, acrescentou-se ao Delaware General Corporation Law a já célebre regra da seção 102 (b) (7), a qual autoriza a adoção de cláusula estatutária excludente da responsabilidade civil dos administradores por violação ao dever de diligência.<sup>25</sup> Validando a percepção de que um regime severo de responsabilidade civil dos administradores não atenderia aos interesses dos acionistas, a cláusula exonerativa estatutária, nos termos da seção 102 (b) (7), foi amplamente adotada pelas companhias de Delaware e conduziu a um novo fluxo de reincorporações naquele estado.<sup>26</sup> A mesma regra legal, porém, proíbe a exclusão de responsabilidade por “violação do dever de lealdade à companhia e aos seus acionistas”, bem como “por atos e omissões que não sejam de boa-fé ou que envolvam mau comportamento intencional ou violação consciente da lei”.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> . Act of June 18, 1986, ch. 289, 65 Del. Laws §§ 1, 2 (codified at Del. Code Ann. tit. 8, § 102 (b) (7) (1987)).

<sup>26</sup> . GRIFFITH, Sean J. Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence. *Duke Law Journal*, Durham, vol. 55, n. 1, Oct. 2005. p. 14 (“Corporations rushed to adopt 102 (b) (7) provisions after the section entered the Delaware code”); ver também MOODIE, Gordon. Forty Years of Charter Competition: A Race to Protect Directors from Liability? *The Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper Series*, Sept. 2004. Disponível em: [www.law.harvard.edu/programs/olin\_center/fellows\_papers/pdf/Moodie\_1.pdf]. Acesso em: 16.07.2014. Lembre-se que, nos EUA, como aqui, a aprovação dos acionistas é necessária para a alteração dos estatutos (*corporate charters ou articles of association*).

<sup>27</sup> . *In verbis*: “A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit”.

A jurisprudência mais recente tem cuidado de delinear o significado e alcance da boa-fé como fundamento para a responsabilização dos administradores, quando ausente o conflito de interesses, no expressivo número de companhias que optou pela cláusula exonerativa de responsabilidade civil por violação ao dever de diligência. Houve, em um primeiro momento, a enunciação de uma “tríade de deveres fiduciários”,<sup>28</sup> que abrangeia não apenas o dever de diligência e o dever de lealdade, mas também o dever de boa-fé. Mais recentemente, têm as cortes de Delaware entendido que a boa-fé, longe de configurar dever autônomo, nada mais é do que um componente do dever de lealdade.<sup>29</sup>

Todavia, 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. Isso porque as decisões mais recentes sublinham que a boa-fé, entendida como elemento necessário (conquanto não suficiente) para o cumprimento do dever de lealdade dos administradores, é aquela que se convencionou chamar, entre nós, de *boa-fé subjetiva*.<sup>30</sup> Trata-se da boa-fé de natureza psicológica (“boa-fé

---

<sup>28</sup> . *Cede vs. Technicolor*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

<sup>29</sup> . *Stone vs. Ritter*, 911 A.2d 362, 369-370 (Del. 2006) “[a]lthough 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”. E complementa: “The failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith ‘is a subsidiary element,’ i.e., a condition, ‘of the fundamental duty of loyalty’”. Em sede doutrinária, ver STRINE, Leo et al. Loyalty’s Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law. *Georgetown Law Journal*, Washington, vol. 98, p. 629-696, 2010 (definindo a boa-fé como o “estado mental” com que o administrador deve agir para cumprir com o seu dever de lealdade).

<sup>30</sup> . Nesse sentido, ver GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 42, p. 69-88, São Paulo, abr./jun. 1981, p. 83 (asseverando que a lei, nesse particular, objetiva promover “uma valoração concreta do procedimento do administrador na esfera psicológica”). Sobre a conceituação da boa-fé subjetiva e objetiva no direito brasileiro, ver, por todos, MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*.

crença”), indicativa da convicção interna de se agir em conformidade ao direito. Segundo a Suprema Corte de Delaware, a ausência de boa-fé ocorreria justamente quando “o agente fiduciário *intencionalmente* age com objetivo outro que não o de promover o melhor interesse da companhia, quando o agente fiduciário age com a *intenção* de violar o direito positivo aplicável, ou quando *intencionalmente* deixa de agir em face de um conhecido dever de agir, demonstrando uma desconsideração *consciente* de seus deveres”.<sup>31</sup>

Desde então, as cortes de Delaware têm conferido tratamento bastante leniente aos administradores, sendo-lhes atribuída ampla discricionariedade decisória em deliberações questionáveis. O famigerado caso *Disney*<sup>32</sup> bem ilustra esta postura. Nele os acionistas buscavam responsabilizar os administradores por violação de deveres fiduciários em razão dos valores pagos na contratação e posterior demissão do presidente da companhia, que recebeu nada menos do que 130 milhões de dólares quando do seu desligamento involuntário após apenas um ano no cargo.

Ao apreciar a controvérsia, as cortes de Delaware recorreram à já conhecida estratégia de aliar a ausência de sanções jurídicas a duras reprimendas de cunho puramente retórico.<sup>33</sup> Asseverou-se que “apesar de todas as críticas legítimas que possam ser alçadas a Eisner [CEO e *board chair* da companhia] ao ter se entronado como onipotente e infalível monarca de seu próprio reino mágico”, “as ações de Eisner foram tomadas de boa-fé”.<sup>34</sup> Ficou expressamente consignado, também, que o fato

---

São Paulo: Ed. RT, 2000, p. 410-427.

<sup>31</sup> . *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27, 35-36 (Del. 2006) (grifou-se). Sobre as diferenças entre a boa-fé no direito societário e no direito contratual norte-americano, ver PARGENDLER, Mariana. Modes of Gap-Filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered. *Tulane Law Review*, New Orleans, vol. 82, p. 1315-1354, mar. 2008.

<sup>32</sup> . *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

<sup>33</sup> . ROCK, Edward B. Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? *UCLA Law Review*, Los Angeles, vol. 44, p. 1009-1107, apr. 1997 (sustentando que as críticas e sanções reputacionais encontradas nas decisões judiciais de Delaware auxiliam na prevenção de ilícitos não obstante a ausência de sanções jurídicas).

<sup>34</sup> . *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 763 (Del. Ch.

de o processo decisório ficar aquém das aspirações consubstanciadas nas “melhores práticas de governança corporativa” não implica a violação de deveres fiduciários<sup>35</sup> e que, na ausência de semelhante violação, a *business judgment rule* impediria a revisão judicial da decisão empresarial.

Os mesmos critérios, aliás, nortearam recente decisão da Chancery Court relativa à ação de responsabilidade proposta contra os administradores do Citigroup pela ausência de monitoramento da exposição ao mercado de hipotecas *subprime*, que resultou em expressivos prejuízos aos acionistas durante a crise financeira de 2008. A corte extinguiu o processo, arrazoando que a proteção da *business judgment rule* se destina justamente a permitir que os administradores “realizem operações arriscadas sem o fantasma de serem responsabilizados pessoalmente se os resultados dessas decisões forem negativos”.<sup>36</sup>

Os exatos matizes e limites da *business judgment rule* no contexto norte-americano seguem sendo continuamente testados. Discute-se, por exemplo, se a proteção conferida pela regra, amplamente reconhecida com relação aos membros do Conselho de Administração (*directors* ou *board members*), seria extensiva aos diretores (*officers*).<sup>37</sup> Até o momento, inexistem decisões de Delaware que apliquem diretamente a *business judgment rule* a diretores que não sejam simultaneamente membros do conselho. Em recente decisão de corte federal aplicando o direito do estado da Califórnia, concluiu-se que a proteção concedida pela *business judgment rule* não abrange a atuação dos diretores enquanto tais.<sup>38</sup>

---

2005).

<sup>35</sup> . Idem.

<sup>36</sup> . *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106, 140 (Del. Ch. 2009).

<sup>37</sup> . Embora o texto venha se referindo a administradores de forma genérica (termo que, no direito brasileiro, abrange tanto os membros do Conselho de Administração como os membros da Diretoria), as decisões norte-americanas anteriormente mencionadas referem-se especificamente aos membros do *board of directors*, que corresponde *grosso modo* ao nosso Conselho de Administração.

<sup>38</sup> . *FDIC vs. Faigin*, 2013 U.S. Dist. Lexis 94899 (C.D. Cal. July 8, 2013).

Além disso, quando as circunstâncias fáticas forem suficientemente extravagantes, a presunção da *business judgment rule* pode ser afastada não obstante a ausência de conflito de interesses, como se deu no recente caso envolvendo sociedade constituída em Delaware, mas atuante na China, cujos membros do Conselho de Administração jamais descobriram o desvio dos principais ativos da companhia por seu CEO mesmo após 18 meses do ocorrido. Ao admitir o prosseguimento da ação de responsabilidade, o Chancellor Leo E. Strine Jr. advertiu que os conselheiros têm o dever fiduciário de não atuar como mero “conselheiro manequim” (*dummy director*).<sup>39</sup> Resta claro, portanto, que a aplicação da *business judgment rule* continua almejando o delicado equilíbrio entre a preservação do campo de manobra dos administradores e a dissuasão de graves abusos.

### 3. A “REGRA DE DECISÃO EMPRESARIAL” NO DIREITO BRASILEIRO

#### 3.1 *O regime da Lei das S.A.*

A evolução dos diplomas societários no Brasil se deu no sentido de restringir as possibilidades de responsabilização dos administradores. Apesar de sua detalhada enunciação dos deveres fiduciários, a Lei 6.404/1976 inovou, em relação às leis anteriores, ao restringir a propositura da ação de responsabilidade a acionistas detentores de, no mínimo, 5% do capital social, além de condicioná-la à prévia deliberação da assembleia geral (Lei das S.A., art. 159, § 4º).<sup>40</sup> Esses pressupostos vêm obstaculizando o conhecimento de ações de responsabilidade pelo Poder Judiciário, as quais são, com grande frequência, extintas sem julgamento de mérito, por falta de observância aos requisitos procedimentais previs-

---

<sup>39</sup> . *In re Puda Coal, Inc. Stockholders Litigation*, C.A. No. 6476-CS, at \*21 (Del. Ch. Feb. 6, 2013).

<sup>40</sup> . Modesto Carvalhosa, à época, criticou duramente o dispositivo, que, a seu ver, “propositadamente” se alinharia ao “que existe de mais retrógrado em matéria de direito societário”. Ver CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das Sociedades Anônimas: seu modelo econômico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. p. 124-128.

tos pela Lei Acionária.<sup>41</sup>

Sob o prisma do direito material, o maior óbice à responsabilização dos administradores encontra-se no art. 159, § 6.º, da Lei das S.A., segundo o qual “[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”. O dispositivo tem suscitado profunda perplexidade na doutrina, que o qualifica como “ridículo, não fosse triste”,<sup>42</sup> refletindo “texto de sabor kafkiano”.<sup>43</sup> De fato, caso fosse aplicado de forma literal e ampla, o art. 159, § 6.º, faria *tabula rasa* de todo o rigoroso regime de responsabilidade por violação dos deveres fiduciários de diligência e de lealdade estipulado minuciosamente nos dispositivos antecedentes (Lei das S.A., arts. 153 a 157). Justamente por isso, semelhante interpretação é manifestamente inadmissível, tendo em vista o clássico cânnone hermenêutico de que não há palavras inúteis na lei.

Corretamente entendido, o art. 159, § 6.º, consagra verdadeira *business judgment rule* à brasileira. A similitude guardada com a *business judgment rule* reside sobretudo na *ratio comum*: tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se mostrar prejudiciais ou equivocadas *a posteriori*, pelas razões

<sup>41</sup> . O STJ tem confirmado a falta de legitimidade ativa da companhia para promover ação de responsabilidade contra os administradores sem prévia autorização da assembleia geral (REsp 882.782/RN, 3.ª T., j. 20.04.2010, rel. Min. Massami Uyeda; REsp 157.579/RS, 4.ª T., j. 12.09.2006, rel. Min. Barros Monteiro). Além disso, a Corte tem entendido que a ação de responsabilidade contra administradores cujas contas tenham sido aprovadas, sem reservas, pela assembleia geral exige a propositura prévia de ação de anulação da deliberação assemblear, com fundamento no art. 134, § 3.º, da Lei das S.A. (REsp 1.313.725/SP, 3.ª T. , j. 26.06.2012, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cuevas; AgRg no Ag 640.050/RS, 4.ª T., j. 19.05.2009, rel. Min. Luis Felipe Salomão; AgRg no Ag 950.104/DF, 3.ª T. , j. 19.03.2009, rel. Min. Massami Uyeda).

<sup>42</sup> . BULGARELLI, Waldírio. *Manual das sociedades anônimas*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 188-189.

<sup>43</sup> . BARRETO FILHO, Oscar. Medidas judiciais da companhia contra os administradores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 40, p. 9-18, out.-dez. 1980. p. 17. Sobre o tema, ver também ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 286.

identificadas à exaustão pela doutrina e jurisprudência norte-americanas. Como explicitamente referido na exposição de motivos da Lei das S.A., o regime legal destina-se a “orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos”.

Se o fundamento teleológico é semelhante, é certo que a técnica jurídica empregada no art. 159, § 6.º, não se confunde com a da *business judgment rule* norte-americana, por diversas razões:

(a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;

(b) a regra do art. 159, § 6.º, 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, § 6.º, 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. 159, § 6.º, faz referência genérica a “administradores”, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*).

As distinções acima apontadas não impedem, contudo, que se vislumbre no art. 159, § 6.º, o reconhecimento de uma *business judgment rule* devidamente tropicalizada.<sup>44</sup> O espírito da doutrina norte-americana

---

<sup>44</sup> . Nesse sentido: CVM. PAS 03/2002. Diretora relatora Norma Jonssen Parente. j. 12.02.2004. Em especial o voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, referindo que, “numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule*”, a Lei das S.A. “permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o § 6.º do art. 159. Contra, entendendo inexistir no direito brasileiro doutrina semelhante à *business judgment rule* norte-americana, e defendendo a sua adoção”. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 249.

veio incorporado mediante técnica legislativa já familiar ao sistema jurídico brasileiro. Embora se recuse a entrever no art. 159, § 6.º, a recepção da *business judgment rule* no Brasil, Marcelo von Adamek identifica, com precisão, o paralelo existente entre a regra em comento e outros dispositivos do direito pátrio, como o perdão judicial do direito penal e a regra do art. 944 do CC/2002, que autoriza o juiz a reduzir a indenização em caso de desproporção entre a extensão do dano e a gravidade da culpa.<sup>45</sup>

Em resumo: com base em técnica legislativa adequada à tradição jurídica nacional, foi consagrada norma que atua como *equivalente funcional* da *business judgment rule*. Trata-se, na percutiente lição de Ascarelli, da “fungibilidade do instrumento jurídico relativamente ao fim econômico”.<sup>46</sup> Já nos anos 2000, Katharina Pistor e Chenggang Xu observaram, a propósito das reformas jurídicas nos países em transição, a dificuldade inerente ao transplante de normas fluidas como as que impõem deveres fiduciários aos administradores – pelo que propugnam não a transferência de normas substantivas, mas a transposição da estrutura decisória, com a alocação de poder aos tribunais de forma semelhante à que ocorre nos Estados Unidos.<sup>47</sup> A ampla delegação de poder ao juiz conferida pelo art. 159, § 6.º, acolhida pelo legislador pátrio há quase quatro décadas, seguiu *avant la lettre* esta diretriz.

Cumpre refletir, ainda, sobre a medida em que os contornos assumidos pela *business judgment rule* nos Estados Unidos devem modular a responsabilidade dos administradores no direito brasileiro. Por óbvio, a lei acionária brasileira não exige que seja aqui aplicada a regra de decisão empresarial nos moldes da atual jurisprudência de Delaware – embora, evidentemente, tampouco impeça que seja ela (ou qualquer outra) utilizada como fonte de inspiração. Há, com efeito, poucos traços mais

---

<sup>45</sup> . ADAMEK, nota 434 supra, p. 286.

<sup>46</sup> . ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 45.

<sup>47</sup> . PISTOR, Katharina; XU, Cheng-Gang. Fiduciary duty in transitional civil law jurisdictions: lessons from the incomplete law theory. In: MILHAUPT, Curtis J. (org.). *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*. New York: Columbia University Press, 2003. p. 77-106.

característicos da cultura jurídica nacional do que a propensão ao recurso seletivo às soluções de direito estrangeiro.<sup>48</sup>

Contudo, importantes razões de ordem jurídica, política e econômica aconselham cautela no transplante de soluções jurídicas consolidadas no contexto norte-americano. De um lado, há considerável margem para dúvidas sobre a eficiência do atual regime de responsabilidade civil dos administradores naquele país. Isso porque a jurisprudência societária de Delaware é sabidamente influenciada pelos interesses desse estado em atrair o maior número possível de companhias a fim de incrementar a sua arrecadação. Vigora nos Estados Unidos, como se sabe, um sistema de “competição regulatória” em matéria societária, pois é lícito às empresas escolher livremente o seu estado de constituição e, por conseguinte, o sistema de direito societário aplicável.<sup>49</sup> Embora o regime jurídico de Delaware, decorrente dessa dinâmica, seja mais favorável aos interesses dos acionistas do que o de outros estados, é nítida a sua preocupação em não desagradar demasiadamente os administradores – os quais, afinal, são responsáveis por propor o registro ou a migração para Delaware (assim também determinando, em última análise, a magnitude de suas receitas tributárias).<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> . Esta tendência, no direito comercial, remonta à Lei da Boa Razão de 1769, que dirigia o intérprete a aplicar as leis das nações “cristãs, iluminadas e polidas” em face da omissão do direito nacional. Para uma discussão sobre as origens e implicações deste traço da cultura jurídica brasileira, ver PARGENDLER, Mariana. Politics in the origins: the making of Corporate Law in nineteenth-century Brazil. *American Journal of Comparative Law*, Ann Arbor, vol. 60, p. 805-850, Summer 2012; PARGENDLER, Mariana. Sincretismo jurídico na evolução do direito societário brasileiro. In: MARTINS-COSTA, Judith (org.). *Modelos de direito privado*. Madrid: Marcial Pons. No prelo.

<sup>49</sup> . A questão sobre se o regime de competição regulatória conduz a resultados maléficos (“race to the bottom”) ou benéficos (“race to the top”) relativamente aos direitos dos acionistas é objeto de um dos mais clássicos debates da literatura jurídica norte-americana. Sobre este ponto, ver CARY, William L. Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware. *Yale Law Journal*, New Haven, vol. 83, Mar. 1974. p. 663-705, (enunciando a hipótese da “race to the bottom”); e WINTER, Ralph. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. *Journal of Legal Studies*, Chicago, vol. 6, jun. 1977. p. 251-292.

<sup>50</sup> . GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER; Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United

De outro lado, ainda que a *business judgment rule* seja perfeitamente funcional no sistema norte-americano, daí não necessariamente decorre a sua adequação ao direito brasileiro. Em primeiro lugar, tal regra traduz uma profunda aversão à ingerência estatal nos negócios privados e uma correlata crença nos mecanismos de mercado para a correção de abusos – visão de mundo esta que é consentânea com o caráter extremamente liberal do sistema jurídico norte-americano, porém menos compatível com a *mentalité* subjacente ao direito brasileiro.

Em segundo lugar, quando o controle acionário é concentrado, com a presença de um acionista controlador que domine as assembleias gerais, perde força a confiança depositada nas forças de mercado para combater os abusos por parte dos administradores. Como alerta Carlos Klein Zanini, “a eleição dos administradores pode ser, e seguidamente o é, decidida pelos controladores em oposição à vontade dos sócios minoritários, que neste caso, ficariam à mercê dos controladores e dos administradores por eles eleitos”.<sup>51</sup> Na feliz metáfora da corte de Delaware, a presença de um acionista controlador equivale à de um “800-pound gorilla”,<sup>52</sup> expressão idiomática inglesa que denota um ser tão poderoso como incontrolável. No contexto de controle concentrado predominante no Brasil, portanto, a aplicação da *business judgment rule* há de ser necessariamente mais restrita, pois a imparcialidade dos administradores que lhe serve de substrato não pode ser presumida.

Em terceiro lugar, à rigidez do direito substantivo norte-americano correspondem vantagens do ponto de vista procedural. Diferentes

---

States, and the European Union. *Stanford Law Review*, Stanford, vol. 63, p. 475-537, mar. 2011.

<sup>51</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. p. 140.

<sup>52</sup> . *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, 436 (Del. Ch. 2002) (comparando o acionista controlador a um “800-pound gorilla whose urgent hunger for the rest of the bananas is likely to frighten less powerful primates like putatively independent directors who might well have been hand-picked by the gorilla (and who at the very least owed their seats on the board to his support”)).

mecanismos jurídicos – que variam desde a ausência de honorários de sucumbência ao poderoso sistema probatório de *discovery*, o qual permite a produção de informações detalhadas sobre o processo interno de deliberação dos órgãos de administração<sup>53</sup> incentivam sobremaneira propositura das chamadas *derivative actions* para a responsabilização dos administradores. Na Europa continental, como no Brasil, ainda que os *standards* de direito material para a responsabilização dos administradores sejam mais exigentes do que nos Estados Unidos,<sup>54</sup> as ações de responsabilidade destinadas a aplicá-los, em contrapartida, são bem mais rarefeitas.<sup>55</sup>

### 3.2 Os precedentes da CVM

Da escassez de ações de responsabilidade que superem os requisitos procedimentais decorre a falta de jurisprudência hábil a concretizar os *standards* legais e orientar condutas futuras –<sup>56</sup> problema este que aflige

---

<sup>53</sup> . Sobre as vantagens do sistema processual norte-americano relativamente à produção de provas, ver GORGA, Érica; HALBERSTAM, Michael. *Litigation Discovery & Corporate Governance: The Missing Story About “The Genius of American Corporate Law.”* *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 447. Disponível em: [http://ssrn.com/abstract=2239322]. Acesso em: 16.07.2014.

<sup>54</sup> . É emblemático, nesse sentido, o contraste de resultados entre dois casos pertinentes à remuneração de executivos: o caso *Disney*, decidido pelo judiciário de Delaware, culminou na absolvição de todos os envolvidos, ao passo que o caso *Mannesmann*, apreciado pelas cortes alemãs, culminou na condenação criminal dos administradores. Há diferenças entre ambos os casos: no caso *Mannesmann*, a controvérsia recaía sobre o bônus de cerca de US\$20 milhões pago *a posteriori* aos administradores de *Mannesmann*, sem previsão contratual, pelo elevado prêmio obtido na alienação da companhia à Vodafone. O pagamento foi expressamente aprovado pela Vodafone, que detinha à época 98,66% das ações de *Mannesmann*. Sobre o caso, ver KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law*. 2<sup>ª</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 77 (afirmando que seria impensável se cogitar, nos Estados Unidos, de condenação civil ou penal com base nos fatos do caso *Mannesmann*).

<sup>55</sup> . Idem, p. 80.

<sup>56</sup> . A escassez de precedentes jurisprudenciais sobre a *business judgment rule* é sublinhada pela principal monografia brasileira que cuida especificamente

o direito empresarial brasileiro e, infelizmente, tende a agravar-se com o crescente recurso à arbitragem sigilosa para dirimir conflitos societários.<sup>57</sup> Todavia, tal como em outros países emergentes, o discreto desempenho do Poder Judiciário é, em parte, compensado pelo papel mais atuante do órgão regulador.<sup>58</sup> Interessa, pois, examinar se e de que forma a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem lançado mão da *business judgment rule* ao apreciar processos administrativos sancionadores concernentes à inobservância de deveres fiduciários por parte dos administradores.

São recorrentes as referências à *business judgment rule* norte-americana (ou à “regra de decisão empresarial”, em literal tradução ao vernáculo) nas decisões da autarquia. A alusão aos contornos da regra no direito norte-americano – e a defesa de sua aplicabilidade no direito brasileiro – são particularmente frequentes. Contudo, longe de representar transplante automático e fidedigno das soluções de direito comparado, as decisões da CVM utilizam-se da doutrina norte-americana de forma seletiva, não raro dela se afastando, a pretexto de segui-la.<sup>59</sup>

A mais influente e citada manifestação da CVM sobre a *business judgment rule*,<sup>60</sup> proferida no voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de

---

do tema. Ver SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A.: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 1-7.

- <sup>57</sup> . Para um levantamento empírico da utilização de cláusulas arbitrais entre companhias abertas no Brasil, ver PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; BARBOSA JR., Alberto. Cláusulas Arbitrais no Mercado de Capitais Brasileiro: Alguns Dados Empíricos. *RArb* 40/105-111, São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2014.
- <sup>58</sup> . PARGENDLER, Mariana. Corporate Governance in Emerging Markets. *Direito GV Research Paper Series*, n. 100, 2014. Disponível em: [[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417994](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417994)]. Acesso em: 16.06.2014. A ser publicado em: GORDON, Jeffrey; RINGE, Georg. *Oxford Handbook in Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press. No prelo.
- <sup>59</sup> . Conforme examinamos em outra ocasião, o mesmo fenômeno se verifica com a doutrina dos *punitive damages*. Ver MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana. Usos e abusos da função punitiva (*punitive damages* e o direito brasileiro). *Revista CEJ*, Brasília, vol. 28, p. 15-32, jan.-mar. 2005.
- <sup>60</sup> . Ver, nesse sentido: CVM. PAS 21/2004. Diretor relator Pedro Marcílio. j.

Sousa no PAS RJ2005/1443, diz que “[n]a ausência de decisões prévias ou de reflexões sobre o assunto no Brasil, a jurisprudência norte-americana pode servir como um bom subsídio, especialmente porque lá se procura extrair conceitos e regras a partir de casos concretos”. E conclui: “[a] construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/1976, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos *standards* de conduta aplicados nos Estados Unidos”.

O cerne do teste cunhado na decisão vem assim formulado:

“Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

(i) *Decisão informada*: 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 consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que 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; 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>15</sup>

Do cotejo deste teste com a descrição da *business judgment rule* no

---

15.05.2007; PAS 2009/2610. Diretor relator Marcos Barbosa. j. 28.09.2010; PAS 25/2003. Diretor relator Eli Loria. j. 28.03.2008 (ver voto da Diretora Maria Helena Santana); e PAS 24/2006. Diretor relator Otávio Yazbek. j. 18.02.2013.

contexto norte-americano, percebe-se o nítido contraste. Conquanto não haja dúvidas sobre a vitalidade do elemento “decisão desinteressada” para a aplicação da *business judgment rule* nos Estados Unidos – bem como no Brasil, conforme sublinhado em posteriores decisões da CVM –,<sup>61</sup> o mesmo não ocorre em relação aos requisitos da “decisão informada” e da “decisão refletida”. O voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa fundamenta esses requisitos no já referido caso *Smith vs. Van Gorkom* – o qual, para além de ter sido qualificado como “um dos piores julgados da história do direito societário”,<sup>62</sup> teve o seu resultado posteriormente repudiado por via legislativa.<sup>63</sup> Isto é: embora afirme seguir a formulação vigente no direito norte-americano, a CVM dela se afasta, restringindo o âmbito de aplicação da *business judgment rule* e, por conseguinte, abrindo caminho para a responsabilização dos administradores por violação ao dever de diligência.

O interessante voto do Diretor Otavio Yazbek no PAS 24/2006<sup>64</sup> igualmente exemplifica a importação seletiva dos ensinamentos do direito norte-americano, resultando na dissonância entre os critérios utilizados no Brasil e aqueles que efetivamente pautam a responsabilização dos administradores naquele país. Valendo-se das lições do comercialista Melvin Eisenberg,<sup>65</sup> a decisão tece as seguintes considerações:

“Consolidou-se nos Estados Unidos o entendimento de que o conteú-

---

<sup>61</sup> . Nesse sentido: “existem situações que recomendam uma supervisão mais rigorosa por parte da CVM. É o que ocorre nas incorporações de controladas, pois elas afetam diretamente os interesses do acionista que elegeu a maioria dos administradores e que pode demiti-los a qualquer tempo. Em tais operações, existem boas razões para afastar a business judgment rule e examinar mais a fundo as decisões da administração, como indica a jurisprudência norte-americana sobre o assunto”. CVM. PAS 08/2005 (voto do Diretor Marcos Pinto).

<sup>62</sup> . FISCHEL, nota 25 *supra*, p. 1455.

<sup>63</sup> . Ver nota 25 *supra*.

<sup>64</sup> . Ver nota 61 *supra*.

<sup>65</sup> . EISENBERG, Melvin Aron. The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporation Law. *Fordham Law Review*, New York, n. 62, p. 437-468, Dec. 1993.

do do dever de diligência possui duas naturezas distintas: uma de cunho negocial, sujeita ao teste da *business judgment rule*; e outra de natureza fiscalizatória, sujeita a uma análise de razoabilidade e de adequação. Isto significa que, mesmo no sistema norte-americano, e por diversas razões, o cumprimento do dever de constituir controles internos adequados e eficientes não se confunde com a tomada de decisões protegidas pela *business-judgment rule*.<sup>66</sup>

A *business judgment rule*, assim articulada em sede doutrinária, é coerente e defensável, mas se distancia do direito vigente em Delaware à época da decisão da CVM. O *leading case Caremark*, julgado em 1996, definiu os critérios que pautam a caracterização de violação do dever de diligência pela ausência de efetivos dos controles internos hábeis a evitar o cometimento de atos ilícitos (em outras palavras, explicitou os requisitos da chamada “oversight liability” dos administradores). Este tipo de argumento, segundo a corte de Delaware, seria efetivamente “a mais difícil teoria em direito societário” para se alicerçar uma ação judicial.<sup>66</sup>

Isso porque a *business judgment rule* “é informada por um respeito profundo a todas as decisões de boa-fé”<sup>67</sup> da administração, sendo que, “obviamente”, o próprio “nível de detalhamento apropriado para este sistema é uma questão de *business judgment*”.<sup>68</sup> Logo, “apenas uma falha continuada e sistemática da *board* em exercer supervisão – como uma falha completa em tentar assegurar que um sistema razoável de informações e *reporting* exista – estabelecerá a ausência de boa-fé que é um requisito necessário à responsabilização”.<sup>69</sup> Daí se depreende que, diferentemente do que afirma a decisão da CVM, as decisões de natureza fiscalizatória nos Estados Unidos têm igualmente se sujeitado à *business judgment rule*.

---

<sup>66</sup> . *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959, 967 (Del. Ch. 1996). (“The theory here advanced is possibly the most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff might hope to win a judgment. The good policy reasons why it is so difficult to charge directors with responsibility for corporate losses for an alleged breach of care, where there is no conflict of interest or no facts suggesting suspect motivation involved”).

<sup>67</sup> . Idem, p. 27.

<sup>68</sup> . Idem, p. 37.

<sup>69</sup> . Idem, p. 42.

Exemplo paradigmático da tendência de transplante seletivo das soluções jurídicas estrangeiras é fornecido pela decisão do PAS 18/2008.<sup>70</sup> O processo tratava da possibilidade de responsabilização dos administradores da Sadia pelos vultosos prejuízos incorridos pela exposição a derivativos cambiais, em face da súbita desvalorização do real com a eclosão da crise financeira de 2008. Ao passo que os administradores de instituições financeiras nos Estados Unidos escaparam, via de regra, incólumes após as perdas sofridas com empréstimos *subprime* e operações com derivativos, a CVM houve por bem responsabilizar o diretor financeiro e os membros do Conselho de Administração da Sadia por violação do dever de diligência.

Segundo a autarquia, o seu exame não se referiu ao “mérito das operações realizadas, nem ao risco adequado ou não para a companhia”.<sup>71</sup> O caso brasileiro, por certo, contava com uma peculiaridade: a Sadia havia adotado política interna de risco para operações com derivativos, mas as diretrizes ali estipuladas não foram seguidas, o que incrementou sobremaneira a sua exposição às flutuações cambiais. Assim, o fator determinante da decisão da autarquia, seria, “tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia”.<sup>72</sup>

De tudo isso, percebe-se que a aplicação da *business judgment rule* à brasileira não representa óbice insuperável à responsabilização dos administradores pela CVM. Basta a violação ao dever de diligência – que, entre nós, é norma de natureza absolutamente cogente. A ausência de má-fé do administrador tem sido reputada irrelevante para a caracterização da violação ao dever fiduciário, muito embora sirva como critério a-

---

<sup>70</sup> . CVM. PAS 18/2008. Diretor relator Alexsandro Broedel Lopes. j. 14.12.2010.

<sup>71</sup> . Voto do Diretor Alexsandro Broedel Lopes no PAS 18/2008.

<sup>72</sup> . Ver nota 72 *supra*: “Ou seja, faz parte do dever de diligência em uma companhia aberta que opera com derivativos a monitoração da eficácia dos sistemas de gestão de risco utilizados e da adequação às políticas gerais – e tal situação fica ainda realçada quando se considera que, na Sadia, a diretoria financeira reportava-se diretamente ao Conselho de Administração”.

tenuante na dosimetria da pena.<sup>73</sup>

Percebe-se, portanto, que as constantes referências à *business judgment rule* norte-americana nas decisões da CVM têm cunho precipuamente retórico, não importando a integral recepção do sistema de responsabilidade dos administradores vigente nos Estados Unidos. Seria prematuro, porém, concluir que o regime brasileiro é mais rigoroso que o norte-americano, sem a devida atenção a outros fatores contextuais. Como visto, a efetiva responsabilização dos administradores no Brasil tem se dado por via *administrativa*, mediante o exercício poder sancionador da CVM nos termos do arts. 9º, V e VI, e 11 da Lei 6.385/1976, e não pela via da responsabilidade civil. Se a responsabilidade administrativa é, por um lado, mais severa, por prescindir inclusive da existência de dano,<sup>74</sup> por outro lado a responsabilidade civil pode ter consequências mais rigorosas, obrigando o autor do ato ilícito a responder, como regra,<sup>75</sup> pela totalidade do dano causado. Nos precedentes referidos, as penalidades de multa impostas, embora não triviais, não se comparam à extensão dos prejuízos sofridos pelas companhias.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> . A título exemplificativo, no PAS 25/2003, qualificaram-se como atenuantes, para fins de dosimetria da pena, “o fato de os administradores terem agido no interesse da companhia e inexistência de dano”. Ainda, no caso Sadia (PAS 18/2008) considerou-se, na fixação da sanção, que os “prejuízos não foram causados voluntariamente nem decorreram, exclusivamente, da conduta dos acusados”, os quais “não obtiveram quaisquer benefícios com as operações em questão”, mas, ao contrário, “sofreram na pele, ou no bolso, de uma forma, ou de outra, as consequências de suas condutas”. Ver nota 61 supra.

<sup>74</sup> . Ver nota 61 supra.

<sup>75</sup> . Assim está no CC/2002, art. 944.

<sup>76</sup> . Dos precedentes da CVM analisados neste artigo, o caso Sadia (PAS 18/2008) bem ilustra esta discrepância: as multas administrativas combinadas aos administradores totalizaram R\$ 2.600.000, o que equivale à modesta fração do prejuízo incorrido pela companhia, estimado em torno de R\$ 760.000.000.

#### 4. NOTA CONCLUSIVA: PARÂMETROS PARA A APLICAÇÃO DO ART. 159, § 6.º, DA LEI DAS S.A.

Da análise precedente derivam três principais conclusões: (a) o art. 159, § 6.º, da Lei das S.A. recepciona os objetivos que fundamentam a *business judgment rule* de origem norte-americana, sem, contudo, acolher a mesma técnica jurídica; (b) é lícita, embora não obrigatória e nem sempre desejável, a utilização da jurisprudência norte-americana sobre o tema como fonte de inspiração na aplicação da “regra de decisão empresarial”, tendo em vistas as diferenças de ordem jurídica, cultural e econômica entre ambos os contextos; (c) as decisões da CVM pretendidamente recorrem às soluções de direito comparado, mas não as seguem em sua substância, afastando os excessos da *business judgment rule* do direito norte-americano em prol da valorização do dever de diligência, entre nós consagrado como normal legal de natureza absolutamente cogente.

O art. 159, § 6.º, da Lei das S.A. opera, em suma, como temperamento ao regime geral de responsabilidade por violação aos deveres fiduciários dos administradores. Permite-se ao juiz – e, por analogia, à CVM –<sup>77</sup> afastar, excepcionalmente, a responsabilidade do administrador aplicável por força dos dispositivos anteriores. Em face de excepcionais circunstâncias fáticas, a exoneração da responsabilidade pode ter lugar mesmo que o administrador tenha agido com culpa e em violação à lei e ao estatuto, desde que ausentes indícios de dolo e má-fé. É necessário atentar, porém, que a boa-fé subjetiva dos administradores e a crença de que sua conduta visava ao melhor interesse da companhia são elementos necessários, mas não suficientes, para o afastamento de sua responsabilidade.

É absolutamente imprescindível que a regra exonerativa seja aplicada com cautela e modicidade, com atenção tanto a critérios retrospectivos de equidade à luz das peculiaridades do caso concreto,<sup>78</sup> como a critérios prospectivos que tenham em conta os incentivos lançados para

---

<sup>77</sup> . PAS 19/2005. Diretor relator Eliseu Martins. j. 15.12.2009.

<sup>78</sup> . Sobre a utilização de critérios de equidade, ver CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de S.A.* 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3, p. 159.

condutas futuras:<sup>79</sup> especificamente, no que se refere ao fito de encorajar a diligente e leal direção da companhia sem, contudo, promover indevida “gestão defensiva” ou dissuadir profissionais qualificados de assumirem cargos de administração. Trata-se de fomentar a administração diligente e bem intencionada, sem recair nos “excessos utópicos” aludidos pela exposição de motivos da Lei das S.A.

Como norma de caráter excepcional, a interpretação do art. 159, § 6.º, da Lei das S.A. há de ser estrita relativamente ao seu alcance. Pode ser aplicada pelo juiz, pelo árbitro ou pelo órgão regulador, mas seu campo de incidência restringe-se aos administradores de sociedades anônimas. Não cabe a sua invocação para eximir a responsabilidade do acionista controlador, nem tampouco de administradores de outros tipos societários ou de outras modalidades de pessoa jurídica. Isso não quer dizer, contudo, que esteja deflagrada a ampla responsabilização dos administradores nos demais tipos societários. Os deveres dos administradores invariavelmente configuram obrigação de meios, não de resultados, sendo a assunção consciente de riscos inerente à atividade empresarial. A “regra de decisão empresarial” caminha no limiar entre o bom risco e o mau abuso, dependendo a sua adequada concretização, inelutavelmente, da prudência e moderação do intérprete.

---

## PESQUISAS DO EDITORIAL

### **Veja também Doutrina**

- A responsabilidade dos administradores em alienações e aquisições de ativos relevantes, de José Carlos de Magalhães – RArb 38/81, *Doutrinas Essenciais de Arbitragem e Mediação* 4/275 (DTR\2013\7875);
- A transposição da *business judgment rule* para o regime da responsabilidade civil de administradores em Portugal e no Brasil, de Júlio César de Lima Ribeiro – RT 937/391 (DTR\2013\10110);

<sup>79</sup> . Sobre a utilização de argumentos consequencialistas na concretização do direito brasileiro, ver PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno. Direito e consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método. *Revista de Direito Administrativo* 262/95-144, jan.-abr. 2013.

- *Business judgment rule* e sua aplicação no direito brasileiro e na apuração de responsabilidade dos administradores de companhias abertas em processos administrativos sancionadores, de Luiza Rangel de Moraes – *RDB* 60/127 (DTR\2013\5803); e
- *Business judgment rule*: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas, de Marcella Blok – *RDB* 46/129 (DTR\2009\557).