

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES NO BRASIL E A *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Maria Eduarda Ferreira Piccoli¹

Oksandro Osdival Gonçalves²

Resumo: Com o intuito de preservar a discricionariedade do administrador ao decidir da forma que considera mais conveniente, ainda que tenha provocado perdas, desenvolveu-se a *business judgment rule*. O objetivo do presente estudo é analisar a recepção da *business judgment rule* norte-americana pelo ordenamento jurídico brasileiro e sua influência na atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, especialmente quando se constata que a metade dos processos por ela julgados culminam em absolvição. Para o desenvolvimento da pesquisa utilizou-se o método científico dedutivo-descritivo e a técnica de pesquisa bibliográfica. Foi observada a influência da estrutura jurídica da *business judgment rule* norte-americana no Direito brasileiro, tanto pelas disposições legais quanto pela atividade disciplinar da CVM. A Lei nº 6.404/1976 foi inspirada nos sistemas legais norte-americanos, semelhança que pode ser igualmente visualizada nos resultados dos julgamentos da CVM. Conforme demonstraram os relatórios analisados no presente estudo, nos processos sobre questões societárias, especialmente

¹Membro do Grupo de Estudos em Análise Econômica do Direito - GRAED da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba, Brasil. Advogada.

²Professor do Programa de Pós-Graduação em Direito (Mestrado/Doutorado) da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Professor titular de Direito Comercial da Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Pós-Doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Doutor em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Mestre em Direito Econômico pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Advogado.

aqueles que tratam de deveres fiduciários dos administradores, apesar do alto número de casos e de acusados, não há elevado número de condenações. Isso ocorre porque a função da CVM está restrita a avaliação acerca do cumprimento ou não dos deveres pelos administradores. Em acréscimo, não há fórmula padrão que os julgadores devem seguir para avaliar se uma decisão cumpriu tais deveres, em específico o dever de diligência. Por fim, foi possível concluir que com a estrutura jurídica e sancionadora brasileira atual será resguardada a decisão do administrador que atuar com diligência, no interesse da companhia e de boa-fé.

Palavras-Chave: Direito e Economia. Responsabilidade do Administrador. Companhia aberta.

Sumário: 1. Introdução 2. Experiência norte-americana: a criação e desenvolvimento da *business judgment rule*. 2.1 Características. 2.2. Elementos. 2.3. Regramentos notórios. 3. Regramento brasileiro: Lei das Sociedades por Ações. 3.1. A responsabilidade civil dos administradores na Lei n. 6.404/1976. 3.1.1. Deveres fiduciários. 3.1.2. A regulamentação específica da responsabilidade civil dos administradores. 4. A atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). 4.1 Análise das informações públicas disponíveis. 4.2. Considerações acerca da atividade sancionadora da CVM. 5. Conclusão. 6. Referências.

1. INTRODUÇÃO



s agentes econômicos, dentre os quais se encontram os administradores das companhias, aventuraram-se em zonas de risco e incerteza almejando bons resultados aos seus negócios.

Se todas as pessoas conseguissem

antecipar corretamente o estado futuro do mercado, os empreendedores não obteriam lucros ou sofreriam perdas. Lucros e perdas são gerados pelo sucesso ou fracasso em ajustar o curso das atividades produtivas às demandas mais urgentes dos consumidores. Uma vez que o ajuste é realizado, desaparecem. Os lucros e as perdas são características onipresentes somente porque incessantes mudanças nos dados econômicos produzem repetidamente novas discrepâncias, o que gera, conseqüentemente, a necessidade de novos ajustamentos.

No sentido mais fundamental, todas as pessoas são, juntamente com cada uma de suas ações, sempre e invariavelmente orientadas para o lucro. Assim, com todas as suas ações, buscam aumentar a satisfação e obter um lucro psicológico. Realizar um lucro é invariavelmente o objetivo de toda ação. Toda ação, contudo, também se vê ameaçada pela possibilidade de perdas, pois cada ação se refere ao futuro e o futuro é incerto ou, na melhor das hipóteses, conhecido apenas parcialmente.

Isso faz com que toda ação seja um empreendimento arriscado. Um ator sempre pode fracassar e sofrer uma perda. Pode não ser capaz de antecipar o estado de coisas futuro, isto é, o conhecimento técnico do autor, o *know how*, pode ser deficiente ou pode estar temporariamente “ofuscado” devido a certas externalidades imprevistas e devido a sua racionalidade limitada. O conhecimento especulativo do ator, seu conhecimento a respeito da mudança temporal e da volatilidade do mercado, pode ser deficiente; situação que não é diferente para os administradores das companhias.

Como órgãos, os administradores não podem agir em proveito próprio, até porque não exercem direitos subjetivos, mas sim verdadeiras competências ou funções, de forma que os poderes de gestão lhes são conferidos para o atendimento exclusivo dos interesses da pessoa jurídica. Diferenciam-se, portanto, os administradores dos acionistas, os quais podem levar em consideração os seus interesses pessoais ao exercerem suas

prerrogativas, tal como ocorre no direito de voto, desde que haja convergência com o interesse da pessoa jurídica.

Tendo isso em vista, é importante imputar deveres e atribuir responsabilidades a quem administra coisa alheia, especialmente no que diz respeito ao fato de os custos de agência serem tão acentuados nas sociedades anônimas.

Ocorre que a responsabilização dos administradores por danos causados no exercício de suas atribuições encontra relevantes dificuldades práticas, como a possibilidade de o juiz, presumivelmente sem qualquer expertise empresarial, avaliar o mérito das decisões gerenciais, contando ainda com o viés da passagem do tempo. O que deve ser prestigiado é, na verdade, a análise do processo decisório como um todo, evitando-se que juízes levem em conta somente o resultado da decisão ao analisar a conduta de administradores.

Partindo destas premissas, o presente estudo objetiva analisar a recepção da teoria da *business judgment rule* norte-americana pelo ordenamento jurídico brasileiro e sua influência na atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, especialmente quando se constata que quase a metade dos processos julgados por ela culminam em absolvição.

Para o desenvolvimento da pesquisa, utilizou-se o método científico dedutivo-descritivo e a técnica de pesquisa bibliográfica, consistente na revisão de literatura nacional e estrangeira com foco em material sobre a responsabilização dos administradores das sociedades anônimas, sobre a *business judgment rule* e estudos que abordam a atividade sancionadora da CVM. Por meio da leitura de artigos, dissertações, estudos, livros e material obtido em endereços eletrônicos, buscou-se um exame crítico do objeto de estudo, com o fim de elaborar um artigo aprofundado, ainda que não exauriente.

O presente artigo foi segmentado em quatro partes, cuja introdução apresenta a visão panorâmica, o problema, o objetivo e alguns aspectos da metodologia utilizada. Na segunda parte foi

desenvolvida a revisão de literatura, focada em um breve histórico e nas características da *business judgment rule* norte-americana bem como na análise do ordenamento jurídico nacional no que diz respeito à responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas e seus benefícios para o problema apresentado. Em acréscimo, foram analisados os resultados de três estudos com o objetivo de compreender a atividade sancionadora da CVM e avaliar a efetividade do regime jurídico que disciplina a conduta dos agentes do mercado de capitais. Ao final, foram apresentadas as conclusões deste trabalho, em que se verificou que a essência da *business judgment rule* se faz presente tanto no Direito brasileiro quanto na atividade disciplinar exercida pela CVM.

2. EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA: CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DA BUSSINESS JUDGMENT RULE

Ao presumir que diretores e conselheiros tomam decisões de boa-fé, diligentemente e no interesse da sociedade anônima, a *bussines judgment rule* objetiva proteger a discricionariedade decisória de administradores bem-intencionados, 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.³

Com o passar dos anos, múltiplos e renomados casos⁴ norte-americanos ajudaram a consolidar a *business judgment rule* como é conhecida atualmente, especialmente no estado de

³ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953. São Paulo, 2015. p. 6.

⁴ Tais como *Alexander Hodges v. New England Screw Co.* (3 R.I. 9, 18, R.I. 1853), *Leslie v. Lorillard* (18 N.E. 363, N.Y. 1888), *Dodge v. Ford Motor Co.* (204 Mich. 459, Mich. 1919), *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (280 A.2d 717, Del. 1971), *Aronson v. Lewis* (473 A.2d 805, Del. 1984) e *Smith v. Van Gorkom* (488 A.2d 858, Del. 1985).

Delaware. Contudo, importantes razões de ordem jurídica, política e econômica⁵ aconselham cautela no transplante de soluções jurídicas consolidadas no contexto norte-americano⁶.

Feita essa ressalva, não se pode negar a especialidade de Delaware com questões societárias, o que acabou por incluir o desenvolvimento dos contornos da *business judgment rule*, cujas principais características serão analisadas no tópico a seguir.

2.1. CARACTERÍSTICAS

A principal característica da *business judgment rule*, consagrada no caso *Aronson vs. Lewis*⁷, consiste na presunção *juris tantum* de que ao tomar uma decisão empresarial, os membros do Conselho de Administração de uma sociedade anônima atuaram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia.

Para que seja afastada tal presunção, incumbe à parte contrária demonstrar a violação aos deveres fiduciários de diligência e lealdade. Caso a presunção oriunda da *business judgment rule* não seja afastada, os administradores apenas poderão

⁵ 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 companhias escolher livremente o seu estado de constituição e, por conseguinte, o sistema de direito societário aplicável.

⁶ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953. São Paulo, 2015. p. 17.

⁷ *Aronson v. Lewis* (473 A.2d 805, Del. 1984). Resumidamente, debate-se no caso os requisitos para determinar se uma demanda dos acionistas é fútil e, portanto, desnecessária. Em síntese, Aronson sustentou que uma demanda contra o conselho de administração é inútil se há dúvida razoável quanto à decisão que envolve uma decisão válida segundo o julgamento que era possível fazer sobre o negócio. Ademais, em razão desta exigência os acionistas não podem adotar nenhuma ação de forma independente em nome da sociedade, devendo, para tanto, exigir que a própria corporação, através dos seus órgãos de administração, inicie a demanda contra o administrador.

ser responsabilizados mediante prova de que a decisão em questão envolve manifesto desperdício dos recursos da sociedade e é desprovida de qualquer base racional, requisitos extremamente rigorosos e de difícil caracterização no caso concreto.⁸

Caso essa presunção seja derrubada, o ônus da prova é transferido para os administradores, que deverão provar que a operação se deu de maneira justa aos interesses sociais. O foco dos juízes passa a se dar, com isso, nos detalhes da operação e no processo de tomada de decisão.⁹

Vale ressaltar que a regra norte-americana só protege decisões negociais que contarem com algum grau de racionalidade. Tratando-se de decisão racionalmente inexplicável, não se aplica a presunção ora descrita.

Todavia, deve-se levar em conta que os agentes são dotados de racionalidade limitada, não podendo prever de antemão as condições de mercado que serão enfrentadas futuramente, situação que caracteriza, inclusive, o risco que é inerente às companhias. Assim, a *business judgment rule* admite a presunção de que as decisões tomadas pelos administradores foram de boa-fé, fundamentadas em informações, de maneira racional e com a crença de que representam os melhores interesses da companhia. A tomada de decisão envolve uma atuação de risco e a constante alocação de recursos da sociedade que, uma vez alocados, não poderão ser realocados sem algum nível de prejuízo que pode levar à responsabilização do administrador. Entretanto, é da essência do exercício da função de administrador de uma sociedade a constante tomada de decisões, de múltiplas facetas, ao longo do período em que a nomeação e atuação vigorar, de tal sorte que não é adequado imaginar que a todo momento a

⁸ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*. vol. 953. São Paulo, 2015. p. 6.

⁹ 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*. vol. 74/2016. São Paulo, 2016. p. 99.

decisão seja objeto de uma testagem para averiguação do seu acerto ou desacerto. Assim, a *business judgment rule* é uma regra de proteção para o administrador que se encontra constantemente exposto pela própria essência do seu posto e pela constante tomada de decisões. Dessa forma, criam-se certos *standards* de conduta que servem de parâmetro para o administrador, evitando-se a sua responsabilização.

Cumpra acrescentar, por fim, que a *business judgment rule* não protege condutas fraudulentas, ilegais ou ultra vires, mesmo que a conduta se dê nos interesses da sociedade.

2.2 ELEMENTOS

São quatro os elementos da regra do *business judgment rule*: (i) a ocorrência de uma decisão negocial, (ii) que deverá ser desinteressada/independente, (iii) tomada com diligência e de (iv) boa-fé.

Primeiramente, deve-se mencionar que somente decisões tomadas por administradores são protegidas pela regra do *business judgment rule*. Por seu turno, as omissões não são protegidas pela regra, a menos que resultantes de uma decisão de não agir. Sem decisão não há que se falar em *business judgment rule*.¹⁰

Por sua vez, a regra da *business judgment rule* não protege a conduta de administradores que possuam interesse na conduta objeto da discussão¹¹, especialmente se o administrador tem benefício pessoal decorrente da decisão, uma vez que a tendência é que seu discernimento seja afetado por interesse pessoal.¹²

¹⁰ SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 195.

¹¹ O administrador será considerado interessado quando receber benefícios financeiros da transação que não são divididos com os acionistas, ou nos casos em que a decisão terá impacto financeiro para o administrador, mas não para a companhia ou para os acionistas.

¹² SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 195.

Ainda, deverá prevalecer a independência do administrador, o que significa que a decisão do administrador é baseada nos méritos da companhia antes mesmo de considerações ou influência do Conselho de Administração. Não será considerado independente o administrador que for controlado por terceiros interessados em influenciar sua capacidade de discricionariedade.¹³

Os administradores devem atuar de maneira informada ao tomar decisões negociais a fim de serem protegidos pela *business judgment rule*. Não significa isso que eles devam conhecer todos os fatos e informações que envolvam a decisão, mas sim aqueles que forem relevantes e razoavelmente acessíveis.¹⁴

Conforme bem ilustra o caso *Smith v. Van Gorkom*¹⁵, a diligência requerida de diretores e conselheiros pelos tribunais norte-americanos seria o oposto do conceito de negligência grave (*gross negligence*). Ou seja, a *gross negligence* é um padrão para determinar se a decisão foi tomada com informação adequada.

Isso porque, o dever de diligência na *business judgment rule* está relacionado à atuação do administrador com a devida informação sobre a matéria a ser decidida. O cumprimento deste dever, estando o administrador devidamente informado, não deixará espaço para o Poder Judiciário determinar se a decisão do administrador levou a perdas. Nesse caso, o Poder Judiciário não precisará enveredar na análise da boa-fé ou do racional do

¹³ SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 195.

¹⁴ 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*. vol. 74/2016. São Paulo, 2016. p. 103.

¹⁵ Na ocasião, a Suprema Corte de Delaware concluiu que Van Gorkom, à época CEO da Trans Union, negociou a venda da companhia e apresentou as condições da operação ao conselho de administração em uma vazia exposição oral de poucos minutos. Com base somente nessas informações, o conselho de administração atuou com grosseira negligência, porque aprovou rapidamente a fusão da companhia sem investigação substancial ou consulta a qualquer conselho de especialistas.

processo decisório.¹⁶

Por fim, sobre a boa-fé, no que concerne ao presente estudo, cumpre pontuar o seguinte. A boa-fé é elemento chave da *business judgment rule*, visto que a regra pressupõe que os administradores acreditam honestamente que atuam em prol dos interesses sociais. Inclusive, conforme já mencionado, tal presunção somente poderá ser derrubada com robustas alegações.¹⁷

Segundo mencionado pela Suprema Corte de Delaware no célebre julgamento do caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*¹⁸, 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, demonstrando uma desconsideração consciente de seus deveres.¹⁹

A Corte de Chancelaria de Delaware concluiu que a má-fé em decisões negociais pode ser verificada com a presença de um dos seguintes fatores: dolo, falha escandalosa no processo decisório ou indiferença consciente quanto aos negócios da companhia.²⁰

2.3 REGRAMENTOS NOTÓRIOS

No intuito de regular e buscar a unificação da matéria, tendo em vista que nos Estados Unidos existem legislações diferentes para cada estado, merecem atenção dois conjuntos de

¹⁶ SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 199.

¹⁷BRIGAGÃO, 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*. vol. 74/2016. São Paulo, 2016. p. 105.

¹⁸ Buscavam os acionistas a responsabilização dos administradores por violação de deveres fiduciários em razão dos valores pagos na contratação e posterior demissão do presidente da companhia, que recebeu 130 milhões de dólares quando do seu desligamento involuntário após apenas um ano no cargo.

¹⁹*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* (825 A.2d 275, 2003).

²⁰BRIGAGÃO, 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*. vol. 74/2016. São Paulo, 2016. p. 104.

regramentos que versam, dentre outros assuntos, sobre os deveres legais dos administradores e sobre a possibilidade de aplicação da *business judgment rule*.

Trata-se do *Model Business Corporation Act* (MBCA), criado pela *American Bar Association* (ABA) e do *Principles of Corporate Governance* (PCG), de autoria do *American Law Institute* (ALI). Embora sejam instrumentos não vinculativos, acabaram por influenciar a adoção do instituto nos diferentes estados norte-americanos, bem como no Brasil²¹, conforme será aprofundado na sequência.

Dentre as diversas matérias relativas a *corporation law*, atualmente o *Revised MBCA* dispõe na *Section* § 8.30 (intitulada *Standards of conduct for directors*), sobre os deveres dos gestores e na *Section* § 8.31 (intitulada *Standards of liability for directors*) acerca de alguns aspectos da responsabilização dos administradores.

Embora o MBCA não tenha como intento codificar a *business judgment rule* como um todo, o conjunto de regras contribui para aferir algumas características do instituto.

A atual *Section* § 8.31, no item 2, estabelece que o gestor não será responsável por suas ações ou omissões na tomada de decisões, a menos que seja comprovada, pelo demandante, a presença de determinadas condutas. Dentre tais comportamentos, em rol não taxativo, são elencados: ausência de boa-fé, ausência de informações adequadas e recebimento de vantagens.

No mesmo sentido, a Lei nº 6.404/1976 em seu art. 159, § 6^o²² exige o administrador de responsabilidade se convencido

²¹ RIBEIRO, Júlio César de Lima. A Transposição da *Business Judgment Rule* para o regime da Responsabilidade Civil de Administradores em Portugal e no Brasil. *Revista dos Tribunais*. vol. 937/2013. São Paulo, 2013. p. 394.

²² “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...) § 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.”

que este agiu de boa-fé²³ e visando ao interesse da companhia. O diploma legal brasileiro, em sintonia com o que dispõe o MBCA e o PCG, afasta da sindicância judicial as decisões que tenham sido informadas, refletidas e desinteressadas, preservando ações que respeitam os deveres de diligência e de lealdade.

Por sua vez, o outro conjunto normativo, PCG, foi criado em 1992 e publicado em 1994, com o intuito de reunir os mais importantes princípios relativos à *corporate law* estadunidense, bem como de envidar esforços no sentido de uma unificação da legislação societária no país. Este diploma, por sua vez, além de versar sobre os deveres e a responsabilidade dos gestores, versa concretamente sobre a *business judgment rule*.²⁴

O PCG associa a aplicação da *business judgment rule* ao que denominou de dever de cuidado por parte dos administradores, cujos contornos restam definidos na alínea (a) da Seção § 4.01. Tal dever é subdividido em: dever de monitorar (*duty to monitor*), dever de informar-se (*duty of inquiry*), dever de comportar-se razoavelmente durante o processo de formação da decisão e dever de tomar decisões razoáveis.²⁵ Uma vez colocado em pauta pelos demandantes como supostamente violado, o dever de cuidado deverá ser apreciado conforme as disposições das alíneas (c) e (d) da mesma Seção § 4.01.

²³ “Apenas precisa ser feita a ressalva de que a boa-fé a que se refere o dispositivo legal apenas pode ser a objetiva, relacionada aos deveres de cuidado e diligência, tendo como desdobramento a necessidade de uma decisão que, no mínimo, seja aceitável racionalmente e tenha sido proferida no contexto de um procedimento decisório igualmente razoável e bem-informado”. FRAZÃO, Ana. In COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 999.

²⁴ RIBEIRO, Júlio César de Lima. A Transposição da *Business Judgment Rule* para o regime da Responsabilidade Civil de Administradores em Portugal e no Brasil. *Revista dos Tribunais*. vol. 937/2013. São Paulo, 2013. p. 397.

²⁵ RIBEIRO, Júlio César de Lima. A Transposição da *Business Judgment Rule* para o regime da Responsabilidade Civil de Administradores em Portugal e no Brasil. *Revista dos Tribunais*. vol. 937/2013. São Paulo, 2013. p. 398.

Na alínea (c), o conjunto normativo explicita que o administrador que toma uma decisão com boa-fé cumpre o dever de cuidado se: (1) não tiver interesse no assunto da decisão; (2) estiver devidamente informado quanto ao assunto da decisão, de modo a habilitar-se para considerá-la como a escolha apropriada para aquelas circunstâncias; e (3) racionalmente acredita que a decisão atende os melhores interesses da sociedade.

Ou seja, se o administrador realmente acreditar que sua decisão está de acordo com os melhores interesses da companhia e essa crença for informada e racional, o dever, para efeito de aplicação da *business judgment rule* estará cumprido.

Por fim, na alínea (d) resta estabelecido o ônus ao demandante de provar a violação do dever de cuidado e o nexo causal no caso de uma ação que envolva danos à sociedade.

3. REGRAMENTO BRASILEIRO: LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

A Lei nº 6.404/1976 prevê uma série de regras de organização, que disciplinam os poderes e deveres das sociedades por ações no plano interno e externo, minimizando interesses potencialmente conflitantes.

Nas sociedades por ações, em relação aos assuntos corriqueiros, é fundamental que existam órgãos que possam agir de forma imediata e expedita. Esses são os órgãos administrativos, que titularizam, como regra, todas as competências que não são da Assembleia Geral ou que não tiverem sido atribuídas pela lei a algum outro órgão específico.²⁶ Ao criar órgãos com competências privativas, a Lei nº 6.404/1976 procura equilibrar os interesses envolvidos e minimizar grande parte dos conflitos de agência que são inerentes às companhias.

²⁶ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 739.

O sistema de administração das Companhias Abertas é composto pela Diretoria e pelo Conselho de Administração. A Diretoria não dispõe de mera função executiva das ordens do Conselho ou da Assembleia. Assim como o Conselho de Administração, os diretores também têm o poder decisório nos limites das competências previstas em lei e no estatuto social.²⁷

3.1 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES NA LEI Nº 6.404/1976

Os artigos 153 ao 159 da Lei nº 6.404/1976 correspondem ao conjunto de regras de responsabilidade civil dos administradores cujo objetivo é resolver os conflitos de agência a elas relacionados. Tal regulação jurídica procura criar uma estrutura normativa para que os administradores exerçam suas funções na busca pelo interesse social em detrimento de seus interesses pessoais.

3.1.1 DEVERES FIDUCIÁRIOS

Tendo em vista a complexidade da gestão de uma companhia, não é possível prever no plano regulatório todos os possíveis problemas com base apenas em condutas vedadas. Daí a importância dos deveres fiduciários, como diligência e lealdade, e de cláusulas gerais, como a justiça ou equidade. Sob tal perspectiva, a legislação brasileira está em harmonia com as práticas internacionais.²⁸

Isso porque, em sintonia com os sistemas norte-

²⁷ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 741.

²⁸ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 741.

americanos, os artigos 153²⁹, 155³⁰ e 157³¹ da Lei nº 6.404/1976

²⁹ “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.”

³⁰ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

³¹ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representam 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem. § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante

disciplinam os deveres gerais de diligência, lealdade e informação, que são expressos em relação aos administradores. A respeito da regra do artigo 153, resgata-se a ideia de “prudent man” ou ainda do “reasonable man”, ou seja, o administrador prudente é aquele que “actua sensivelmente, actua sem delongas desnecessárias e toma precauções adequadas, e não excessivas”, enquanto a noção de razoável não “se confunde obrigatoriamente com o *bonus pater familias* ou o homem comum, sendo que o primeiro é aquele que não permite que a emoção domine o seu processo de decisão, cujos hábitos são moderados, e um temperamento estável”.³²⁻³³

ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.”

³² MENDES, Manuel Fragoso. Entre o temerário e o diligente – a business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”. Revista de Direito das Sociedades VI (2014), 3-4, 809-832, p. 812.

³³ Na mesma linha, destaca-se: “Em leitura superficial da letra da Lei, aparenta o legislador ter escolhido o padrão do *bonus pater familias* para a conduta dos administradores. Entretanto, ao se analisar o ordenamento jurídico de forma sistêmica e os institutos advindos das outras ciências, vê-se que tal conclusão não é verdadeira. Esse padrão de conduta faz referência a um indivíduo que é avesso aos riscos, que atua com foco na preservação de bens e direitos de uma família. Ora, como dito anteriormente, o administrador de uma companhia tem de agir visando ao lucro e, neste sentido, toda decisão tomada possui, em si, uma certa dose de risco à ela inerente. O administrador deve adotar postura criativa e inovadora frente aos desafios do mercado e da economia. Tal postura carrega em seu bojo riscos, os quais podem resultar em um mau resultado à companhia caso algo não ocorra como o esperado. Por outra via, os lucros almejados podem ser alcançados, satisfazendo aos interesses da sociedade e dos sócios em patamar até maior do que o esperado. Deste modo, o modelo de padrão de

A violação aos deveres durante o exercício de administração das sociedades anônimas torna o administrador responsável pelos prejuízos causados à sociedade, aos acionistas e aos terceiros.

3.1.2 A REGULAÇÃO ESPECÍFICA DA RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

A responsabilidade do administrador, ainda que decorra de um descumprimento de dever legal, tem como causa o vínculo contratual celebrado entre o eleito e a sociedade. Caracteriza-se, portanto, como responsabilidade contratual. Por sua vez, diante de acionistas, por prejuízos diretos, e terceiros, o administrador tem responsabilidade extracontratual.³⁴

O art. 158 da Lei nº 6.404/1976 disciplina a responsabilidade do administrador a partir de três premissas básicas. A primeira estabelece que o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. Por sua vez, conforme o inciso primeiro, responde o administrador pelos prejuízos que causar quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes, com dolo ou culpa; e, no inciso segundo, com violação da lei ou do estatuto.³⁵

conduta a ser adotado para interpretar tal artigo de lei deve ser o do homem de negócios, businessman, não do pai de família. Justamente por isto é que a regra normativa adotou um conceito aberto que é o dever de diligência.” ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A administração de sociedades e a business judgment rule sob o enfoque do direito brasileiro: compreensão e adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 5, (2019), n. 5º, p. 695-716, Portugal, Lisboa, p. 699-700.

³⁴ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Grupo Almedina, 2015. p. 201.

³⁵ “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. § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se

Tendo em vista que é a própria sociedade que se obriga, o administrador não pode ser responsabilizado por ato regular de execução de suas funções representativas. Ainda que resulte prejuízo a terceiros, não ocorre o comprometimento pessoal do administrador e de seu patrimônio particular para o ressarcimento do dano, se decorrente do ato regular de gestão.³⁶

Por outro lado, caso o administrador provoque prejuízos com culpa ou dolo ou promova qualquer infração da lei ou do estatuto social restará caracterizada a irregularidade do ato de gestão e, portanto, haverá responsabilidade pessoal do administrador.

Acerca da diferenciação existente entre a responsabilidade prevista no inciso I e II do art. 158 e suas características,³⁷

com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral. § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles. § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável. § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.”

³⁶ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Grupo Almedina, 2015. p. 201.

³⁷ A doutrina divide as teorias acerca da diferença entre os dois incisos em três grupos. A primeira corrente defende que a exigência de culpa ou dolo para a prática do ato decorre somente do inciso I, sendo a previsão do inciso II, caso de responsabilidade objetiva. Outra corrente alega inexistir diferença entre os dois incisos, sendo ambos os casos de responsabilidade subjetiva e com a mesma regra quanto ao ônus da prova. Corrente diversa entende que, no caso do inciso I, o ônus da prova caberia a quem alega a responsabilidade do administrador e que, quanto ao inciso II, incumbe ao administrador provar que não praticou o ato conforme alegado. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A* (e ações correlatas). 1

adota-se a concepção segundo a qual o regime de ambos os incisos é de responsabilidade subjetiva, que depende de prova de culpa ou dolo para que surja o dever de reparar do administrador. Ainda, entende-se que a diferenciação reside apenas na atribuição distinta do ônus da prova: no primeiro caso (inciso I), cabe a quem alega fazer prova contra o administrador e, no segundo (inciso II), incumbe a esse refutar as pretensões de responsabilização.³⁸

Para Pedro Henrique Castello Brigagão, a regra da *business judgment rule* estaria contida no caput do art. 158 da Lei nº 6.404/1976. Segundo sustenta, a definição de ato regular de gestão contemplaria os requisitos da regra que exigem o atendimento aos deveres de diligência, de adequação ao interesse social e de ausência de conflito de interesses, visto que todos são deveres dos administradores previstos na Lei nº 6.404/1976 e a infração a qualquer um deles constituirá ato irregular de gestão.³⁹ A respeito do conflito de interesses, demanda-se a lealdade do administrador para com a sociedade, de tal sorte que devem ser “escrupulosos no cumprimento de seus deveres para com a sociedade, nomeadamente evitar situações de conflito de interesses, ou seja, a lealdade do gerente numa decisão relativa à sociedade deve ser uma, e sempre alinhada com o interesse da mesma”.⁴⁰

Por outro lado, para parte majoritária da doutrina, composta por autores como Mariana Pargendler, Nelson Eizirk, Ana

ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 218 e ss.

³⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A* (e ações correlatas). 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 225.

³⁹ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração das companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro*. 191 p. Monografia (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 130.

⁴⁰ MENDES, Manuel Fragoso. Entre o temerário e o diligente – a *business judgment rule* e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”. *Revista de Direito das Sociedades VI* (2014), 3-4, 809-832, p. 813.

Frazão e Sergio Campinho, a incorporação da *business judgment rule* estaria presente no art. 159, §6º, da Lei nº 6.404/1976. Nesse contexto, tal dispositivo legal representa uma hipótese de exclusão da responsabilidade do administrador, uma vez que busca preservar sua discricionariedade ao optar por uma decisão que, como gestor da sociedade, considera mais conveniente.

A Lei nº 6.404/1976 possui clara inspiração no MBCA norte-americano, tratado na presente pesquisa no item 2.3. Tendo em vista a densidade daquele diploma, natural a inserção de dispositivos e premissas ali dispostos. Daí porque se justificam os parâmetros traçados para delimitar os deveres gerais (de cuidado e lealdade) do administrador, bem como a regra do § 6.º do art. 159, associada à *business judgment rule*. Aliás, no que se refere a esses deveres, assim como às diretivas da responsabilização dos gestores, o próprio legislador, na exposição de motivos, deixou clara a ideia de trazer as tendências internacionais relacionadas ao assunto, embora não assuma expressamente a ligação com o MBCA.⁴¹

O §6.º do art. 159 da Lei nº 6.404/1976 impõe a necessidade de presença de boa-fé e atenção aos interesses da companhia, o que também pressupõe o respeito do administrador às principais premissas decorrentes dos deveres gerais elencados anteriormente, especialmente os deveres de diligência e lealdade - como previsto no PCG norte-americano.

A boa-fé a que se refere a norma é a boa-fé objetiva e está diretamente relacionada ao dever de cuidado e de diligência⁴², ou seja, quando da tomada da decisão pelo administrador ele o fez na crença de que era o melhor à companhia. É

⁴¹ RIBEIRO, Júlio César de Lima. A Transposição da *Business Judgment Rule* para o regime da Responsabilidade Civil de Administradores em Portugal e no Brasil. *Revista dos Tribunais*. vol. 937/2013. São Paulo, 2013. p. 400.

⁴² Neste sentido: “*Good faith is within the duty of 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.*” In *Stone v. Ritter* 911 A.2d 362, 369–70 (Del. 2006).

necessário, portanto, que a decisão seja aceitável racionalmente e tenha sido proferida no contexto de um procedimento decisório igualmente razoável e bem-informado para que incida a excludente de responsabilidade prevista no §6.º do art. 159 da Lei nº 6.404/1976.

Portanto, nesses casos, a atuação do administrador está diretamente relacionada ao comando legal, de modo que não há margem para a discricionariedade do gestor. Daí porque, havendo transgressão, não há que se falar em benefício ao administrador no sentido de isentá-lo de responsabilidade. O descumprimento do dever legal específico gera a ilicitude e, na linha exposta anteriormente, subsidia, sem a possibilidade de aplicação da *business judgment rule*, a responsabilidade civil.

4. A ATIVIDADE SANCIONADORA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1 ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES PÚBLICAS DISPONÍVEIS

O conhecimento da atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM é relevante para compreender e avaliar a efetividade do regime jurídico que disciplina a conduta dos agentes do mercado de capitais.

Assim, o presente trabalho se propôs a analisar as informações públicas disponíveis, especialmente os estudos: “Observatório do Mercado de Capitais Atividade Disciplinar da CVM”, realizado pela ABJ - Associação Brasileira de Jurimetria e ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas, e “Além dos números da CVM: Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro”, elaborado pelo Núcleo em Mercado Financeiro e de Capitais da Fundação Getúlio Vargas, sob a coordenação de Viviane Muller Prado.

O Observatório do Mercado de Capitais, no maior estudo

já feito sobre a ação disciplinar da CVM, analisou todos os processos disponibilizados por esta autarquia federal. No total, foram identificados 601 casos com proposta de termo de compromisso, além de 960 decisões, entre 25 de janeiro de 2000 e 26 de março de 2019.

Considerou-se que um Processo Administrativo Sancionador (PAS) pode englobar até dez condutas distintas. Por isso, nas análises que foram realizadas pelo estudo os percentuais usualmente somam mais de 100%.

Após considerar todas as motivações de acusação e instrumentos normativos, o Observatório alcançou uma taxonomia com 36 condutas inseridas na ordem de frequência dos processos. Foi possível observar que a conduta mais frequente é o descumprimento do dever de diligência, relacionado ao art. 153 da Lei 6.404/1976.

A forma de participação mais frequente nos processos é relacionada ao cargo de Diretor, o que é esperado, uma vez que a CVM apenas tem poderes para processar e julgar, em matéria societária, aqueles com cargo estatutário ou reconhecido pela lei societária.

A Tabela 1 a seguir mostra um comparativo dos desfechos nos casos em que houve julgamento. Pessoas físicas foram objeto de proporção consideravelmente maior de penalidades restritivas de direito (inabilitações, proibições temporárias ou suspensões) do que pessoas jurídicas – enquanto o total das condenações aplicadas às pessoas físicas foram representadas por 6,7% de penalidades restritivas de direito, o total das condenações aplicadas às pessoas jurídicas foram representadas por 1,8% de penalidades restritivas de direito.

Em ambos os casos, de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, a maioria dos desfechos culminou em absolvição, seguida, no caso das condenações, por penalidades de multas.

Comparativo de Desfecho dos Casos Julgados pela Comissão de Valores Mobiliários entre Janeiro de 2000 e Março de 2019:

<i>Desfecho</i>	<i>Pessoa Física</i>	<i>Pessoa Jurídica</i>
Absolvição	1982 (46,8%)	510 (48,1%)
Multa	1713 (40,4%)	451 (42,5%)
Advertência	257 (6,1%)	80 (7,5%)
Inabilitação	208 (4,9%)	0 (0,0%)
Proibição	53 (1,3%)	5 (0,5%)
Suspensão	23 (0,5%)	14 (1,3%)

Foi possível verificar, ainda, que as companhias abertas são as mais absolvidas (71,8%). Ainda, no que diz respeito a unanimidade das decisões, verificou-se que 88,6% são decisões unânimes, o que é visto como um bom índice, vez que demonstra a solidez no enfrentamento das causas não havendo, na maior parte dos casos, divergências de opiniões entre os julgadores.

Por sua vez, os relatórios “Além dos números da CVM: Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro Capitais” referentes aos anos de 2020 e de 2021, trazem dados e informações sobre processos administrativos julgados e os termos de compromisso avaliados pela CVM ao longo destes anos. Inclusive, são feitas comparações com os resultados de 2019, possibilitando uma visão da dinâmica dessa atividade sancionadora.

Segundo os relatórios, os casos societários julgados em 2020 e 2021 envolvem condutas como infrações a deveres de administradores, problemas na convocação e realização de assembleias, irregularidades no aumento de capital e abuso no exercício de voto e conflito de interesses.

Assim como em 2020, em 2021 a violação ao dever de diligência dos administradores de companhias abertas é a acusação mais frequente, com 54 ocorrências. É de se destacar também violações ao dever de lealdade, que aparecem em 11 acusações a administradores. Diferente de 2020, no ano de 2021, apareceram três casos envolvendo irregularidades no aumento de capital.

Ao analisar o resultado dos julgamentos, constata-se o elevado número de absolvição dos administradores. Em 2021,

das 133 acusações em temas societários, 89 resultaram em absolvições e 44 em condenações. Ou seja, seguindo a tendência dos anos anteriores, em 2021 a absolvição dos administradores esteve em 66%, contra 69,6% em 2020, e 60% em 2019.

4.2 CONSIDERAÇÕES ACERCA DA ATIVIDADE SAN- CIONADORA DA CVM

Dos estudos ora analisados pôde-se verificar que, nos processos sobre questões societárias, especialmente aqueles que tratam de deveres fiduciários dos administradores, cuja acusação mais frequente é a violação ao dever de diligência, apesar do alto número de casos e de acusados, não há elevado número de condenações.

Tal resultado é fruto da característica comum, existente tanto no ordenamento jurídico brasileiro quanto na *business judgment rule* norte-americana, de que a natureza da obrigação que os administradores assumem no exercício de suas atividades é de meio, e não de resultado, uma vez que o gestor precisa correr certos riscos.

A presente pesquisa demonstrou que a diligência não tem qualquer relação com o acerto ou erro decisório. O sistema societário protege o administrador da pretensão punitiva e indenizatória decorrente de atos equivocados, praticados dentro de suas atribuições, sem culpa ou dolo, e sem violação de lei ou do estatuto.

Isso porque, não cabe ao julgador analisar se a decisão tomada alcançou ou não algum resultado; não é o mérito da decisão que importa para avaliar se o diretor ou o conselheiro deve ou não ser responsabilizado. Na verdade, o que deve ser avaliado é o caminho percorrido pelo administrador até a decisão que estiver em xeque.⁴³

⁴³ FILHO, Caio Machado; BRIGAGÃO, Pedro. A (des)necessidade de aplicação da Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. In: BARBOSA, Henrique; BOTREL,

Conforme restou esclarecido no presente estudo, eventual responsabilização do administrador, por força de uma decisão equivocada que acarrete prejuízos à companhia, poderá ser afastada caso se demonstre que o administrador agiu de boa-fé e no interesse da companhia⁴⁴, o que se verifica, por exemplo, a partir do cumprimento dos deveres fiduciários aplicáveis, tal qual o dever de diligência. Se os parâmetros não são violados, as decisões administrativas devem ser mantidas, mesmo que equivocadas, e revertidas no plano empresarial.

O dever de diligência se coaduna com os propósitos da *business judgment rule*, que reconhece a competência administrativa para tomada de decisões. O abalo dessa estrutura condenaria o funcionamento das companhias, que são dotadas de órgãos que existem para exercer determinadas funções.⁴⁵

Espera-se que o administrador, em ambientes normais, que não estejam submetidos a crises conjunturais, não se limite a adotar postura defensiva e protetiva do patrimônio social sem tomar algum risco, que é elemento inerente à atividade empresarial.

Sérgio. *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 255.

⁴⁴ Sobre o tema, destaca-se: “A complexidade e o profissionalismo da atividade empresarial, que concentram na sociedade anônima seu maior exemplo, demonstram que o Conselho de Administração e a Diretoria devem criar estruturas e mecanismos para o funcionamento da companhia. Pode-se dizer que os administradores estarão em “portos seguros” se atentarem para a conjugação do dever de diligência e da regra da decisão empresarial quando tiverem que decidir negocialmente sobre determinado contrato empresarial, já que foco, no exame da *business judgment rule*, é se houve indícios de má-fé, fraude, interesse ou conflito do administrador ou falha de procedimento no processo decisório, já que as suas decisões devem ser consideradas regulares porque gozam da presunção de terem sido tomadas no melhor interesse da companhia.” KONRAD, Carlos Bender; LUPION, Ricardo. *Dever de diligência dos administradores em tempos de pandemia e impactos da crise nos contratos empresariais*. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 7 (2021), n. 3º, 427-456, Portugal, Lisboa, p. 443.

⁴⁵ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 884.

Essa proposição está diretamente relacionada ao propósito lucrativo da companhia, qualquer que seja seu objeto. Quem emprega recursos em companhias, assume o risco. Se fosse avesso a este, ou não pudesse controlar a aversão ao risco, direcionaria o capital para a investimentos mais conservadores. Por tais motivos, a Comissão de Valores Mobiliários, em decisões unânimes, reluta, na maior parte dos casos, em rever e reverter decisões da administração, quando demonstrada a diligência na sua construção.

Não fosse isso o suficiente, há certa dificuldade em caracterizar a violação ao dever de diligência. Isso porque, ainda que seja ampla a literatura⁴⁶ acerca deste dever fiduciário, na maior parte das contribuições, a sua caracterização é colocada como um dever aberto, que deve ser avaliado levando-se em conta o caso concreto. Ou seja, não há como se falar em um comportamento diligente genérico, aplicável a todos os casos. Empresas distintas demandam soluções diferentes.⁴⁷

Inclusive, segundo restou esclarecido no voto do Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008, não é papel da CVM discutir os níveis de risco assumidos pelas companhias, mas somente verificar a diligência dos administradores em cumprir aquilo que fora estabelecido nas suas deliberações internas. É necessário avaliar, igualmente, se as decisões foram tomadas com algum grau de racionalidade, visando ao interesse da companhia e sem desperdício de ativos.

⁴⁶ PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das Sociedades Anônimas*. v. 3. São Paulo: Saraiva Jur, 2013.

⁴⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008*. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro. Julgado em: 14 de dezembro de 2010. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf Acesso em 06 out. 2021, p. 43.

Enquanto vislumbra-se dificuldade em demonstrar caso a caso a violação dos deveres fiduciários, especialmente o dever de diligência, situação que culmina em um considerável índice de absolvições, o mesmo não ocorre com relação aos ilícitos de mercado.

Ao contrário do que ocorre com o dever de diligência, conhecido por se tratar de um dever aberto e aferível caso a caso, os ilícitos de mercado previstos na ICVM nº. 8/1979 podem ser mais facilmente identificados, vez que tal normativa regula expressamente a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

Por mais que a assimetria informacional seja uma característica inerente aos mercados, há que se ter regulação jurídica mínima para evitar que determinados agentes atuem de maneira excessivamente oportunista ou até fraudulenta para obter vantagens indevidas sobre os demais agentes, do contrário, restaria caracterizada uma competição injusta entre eles.

5. CONCLUSÃO

O presente artigo pôde demonstrar a importância da *business judgment rule* na esfera do regime de responsabilidade de administradores de companhias. Ao presumir que diretores e conselheiros tomam decisões de boa-fé, diligentemente e no interesse da sociedade anônima, a regra evita que julgadores, em uma análise *a posteriori*, reexaminem o mérito e o resultado de sua atuação, protegendo-os contra eventuais responsabilizações decorrentes de iniciativas honestas que venham a gerar prejuízos à companhia. Desse modo, encoraja-se a tomada de riscos para obtenção de lucros.

A regra do *business judgment rule* foi absorvida pelo Direito brasileiro - seja pelas disposições legais quanto pela

atividade disciplinar da Comissão de Valores Mobiliários.

Foi possível verificar a compatibilidade da *business judgment rule* com as regras do Direito brasileiro aplicáveis aos administradores das sociedades anônimas, especialmente em relação ao contido no caput do art. 158 e art. 159 §6.º da Lei nº 6.404/197. Conseqüentemente os efeitos da aplicação das regras nacionais são muito próximos daqueles resultantes da aplicação da regra da decisão negocial. Seguindo-se a legislação brasileira será resguardada a decisão do administrador que atuar com diligência, no interesse da companhia e de boa-fé.

Dos relatórios abordados neste trabalho foi possível extrair que, com as disposições nacionais, chegou-se ao mesmo resultado almejado com a aplicação da regra da decisão negocial: sem propiciar relevância ao mérito da conduta do administrador, o que justifica o elevado índice de absolvições constatado na jurisprudência da CVM.

Conforme demonstraram os estudos abordados na presente pesquisa, nos processos sobre questões societárias, especialmente aqueles que tratam de deveres fiduciários dos administradores, cuja acusação mais frequente é a violação ao dever de diligência, apesar do alto número de casos e de acusados, não há elevado número de condenações.

Isso ocorre porque a CVM não terá segunda oportunidade como tomadora de decisão ou aptidão para substituir totalmente os padrões que as pessoas de negócio entendem como aceitáveis, somente para avaliar se houve o cumprimento do dever de diligência. Em acréscimo, não há fórmula preestabelecida ou padrão que os julgadores devem seguir para avaliar se uma decisão cumpriu o dever de diligência.

Portanto, o alto número de absolvições decorrentes da alegação do descumprimento do dever de diligência não deixa de ser consequência das dificuldades de se avaliar o cumprimento *ex post* de tal dever fiduciário. Conforme indicam as diretrizes da *business judgment rule*, busca-se alcançar o

equilíbrio entre a necessidade de punir administradores faltosos e a de estimular as inovações e os riscos que devem ocorrer na atividade empresarial.

Os parâmetros indicados pela *business judgment rule* e absorvidos pelo ordenamento jurídico brasileiro são de fundamental importância no contexto nacional, em que se observa a adoção de decisões de companhias motivadas exclusivamente pela expectativa de lucro imediato, muitas vezes ignorando deliberadamente a legalidade, os riscos a trabalhadores, a consumidores e ao meio ambiente, dentre inúmeros outros danos potenciais da maior gravidade.

Em múltiplas situações são gerados riscos econômicos e sociais altíssimos, além de grandes externalidades negativas, que sequer foram consideradas - e sopesadas - no processo de tomada de decisão dos administradores. Em certos casos, tal como no PAS CVM n. 18/08, as decisões são tomadas contrariamente a alertas e opiniões técnicas ou externas que são simplesmente ignoradas pelos administradores. Casos tais certamente devem ser considerados como violação aos deveres de diligência e como abuso dos poderes de gestão, sujeitando os administradores às responsabilidades respectivas.

Assim, em época de incertezas sobre o futuro do protagonismo de grandes companhias no Brasil⁴⁸, é necessário que a situação dos administradores esteja amparada por firme segurança jurídica, responsabilizando-se somente os gestores que geraram prejuízos às sociedades anônimas em função de decisão negocial tomada de má-fé, negligentemente ou visando interesses outros que não os sociais.



⁴⁸ Considerando a saída da montadora da Ford do Brasil, anunciada em fevereiro de 2021, da Sony Brasil em março de 2021 e da Panasonic em agosto de 2021.

6. REFERÊNCIAS

- ABJ - Associação Brasileira de Jurimetria; ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas. *Observatório do Mercado de Capitais*. Atividade Disciplinar da CVM. São Paulo: ABJ, 2020. Disponível em: <<https://abjur.github.io/obsMC/relatorio/index.html>>. Acesso em 26 ago. 2021. Base de Dados.
- ABREU, Jorge Manuel Coutinho. Deveres de Cuidado e de Lealdade dos administradores e Interesse Social. In: ABREU, Jorge Manuel Coutinho. *Reforma do Código das Sociedades*. Coimbra: Grupo Almedina, 2017, p. 20-31.
- ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. *A administração de sociedades e a business judgment rule sob o enfoque do direito brasileiro: compreensão e adequação*. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 5, (2019), n. 5º, p. 695-716, Portugal, Lisboa.
- BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008*. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro. Julgado em: 14 de dezembro de 2010. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf Acesso em 06 out. 2021.
- BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração das companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro*. 191 p. Monografia (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014.
- _____. *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*. vol. 74/2016. São Paulo, 2016. p. 95-115.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das Sociedades Anônimas*. v. 3. São Paulo: Saraiva Jur, 2013.
- COASE, Ronald. *The nature of the firm*. v. 4. *Economica*, 1937. p. 386-405.
- COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Grupo GEN, 2021.
- CORDEIRO, Antônio Menezes. *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*. Coimbra: Grupo Almedina, 2015.
- COOTER, Robert Dandrige; SCHAFER, Hans Bernd. ELTZ, Magnum Koury de Figueiredo (Org. e Trad.) *O Nó de Salomão: como o direito pode erradicar a pobreza das nações*. Curitiba: Editora CRV, 2017.
- COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e Economia*. São Paulo: Bookman Companhia, 2009.
- FILHO, Caio Machado; BRIGAGÃO, Pedro. A (des)necessidade de aplicação da *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio. *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 249-267.
- FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). *Direito societário: sociedades anônimas*. Série GVlaw. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- FRANCO, Julia Damazio; GAMA, Frederico Calmon Nogueira. Controles Internos, Dever de Diligência e a Regra da Decisão Negocial (*Business Judgment Rule*). In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e outros estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. São

- Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 635-656.
- GONÇALVES, Oksandro. *Análise Econômica do Direito*. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020.
- HENTZ, Luiz Antônio Soares. Ação social de responsabilidade e *business judgment rule*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. v. 68/2015. São Paulo, 2015. p. 99-112.
- HOFMANN, Mariana; RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. O objeto de tutela dos Contratos de Indenidade: análise do ato regular de gestão e da conduta culposa do administrador. In: RAMUNNO, Pedro. *Novas Perspectivas do Contencioso Societário e Empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.
- HOPPE, Hans Hermann. *A ética do empreendedorismo e do lucro*. São Paulo: Instituto Rothbard, 2016. Disponível em: <https://rothbardbrasil.com/a-etica-do-empresendorismo-do-lucro/> Acesso em: 12 set. 2021.
- KAHNEMAN, Daniel. *Thinking fast and slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.
- KONRAD, Carlos Bender; LUPION, Ricardo. *Dever de diligência dos administradores em tempos de pandemia e impactos da crise nos contratos empresariais*. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Ano 7 (2021), n. 3º, 427-456, Portugal, Lisboa.
- LOPES, Christian Sahb Batista; ROCHA, Pedro Ernesto Gomes. *Business Judgment Rule: Padrões e Atualidades*. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*. v. 2. Minas Gerais, 2015. p.130-153.
- LOTUFO, Mirelle Bittencourt. *A intervenção judicial na administração das sociedades empresárias*. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2017.
- MAGALHÃES, José Carlos de. *A Responsabilidade dos Administradores em Alienações e Aquisições de Ativos*

- Relevantes. *Revista de Arbitragem e Mediação*. vol. 38. São Paulo, 2013. p. 81-95.
- MENDES, Manuel Fragoso. Entre o temerário e o diligente – a business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”. *Revista de Direito das Sociedades VI* (2014), 3-4, 809-832.
- MISES, Ludwig Von. *Ação Humana: um tratado de economia*. São Paulo: Instituto Ludwig Von Mises Brasil, 2010.
- MISES, Ludwig Von. *Lucros e Perdas*. São Paulo: LVM Editora, 2017.
- 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*. vol. 953. São Paulo, 2015.
- RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- RIBEIRO, Júlio César de Lima. A Transposição da *Business Judgment Rule* para o regime da Responsabilidade Civil de Administradores em Portugal e no Brasil. *Revista dos Tribunais*. vol. 937/2013. São Paulo, 2013. p. 391 - 432.
- SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Grupo Almedina, 2015.
- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- WEBER, Ana Carolina. Dano ao Acionista: *Contribuições à Teoria da Responsabilidade Societária*. 2020. 292 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25032021-194502/publico/10229974_Tese_Parcial.pdf Acesso em: 04 set.

2021.

WILLIAMSON, Oliver E. *The lens of contract: private ordering*. Nashville: American Economic Review, v. 92, n. 2, 2002, p. 438-433.