



**FACULDADE BAIANA DE DIREITO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**BRUNA PEIXOTO JOAU E SILVA**

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES  
DE COMPANHIAS: A GOVERNANÇA CORPORATIVA  
COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA *BUSINESS*  
*JUDGMENT RULE***

Salvador  
2016

**BRUNA PEIXOTO JOAU E SILVA**

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES  
DE COMPANHIAS: A GOVERNANÇA CORPORATIVA  
COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA *BUSINESS  
JUDGMENT RULE***

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Professor Mestre Ermiro Ferreira Neto

Salvador  
2016

**TERMO DE APROVAÇÃO**

**BRUNA PEIXOTO JOAU E SILVA**

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES  
DE COMPANHIAS: A GOVERNANÇA CORPORATIVA  
COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA *BUSINESS  
JUDGMENT RULE***

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito,  
Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Salvador, \_\_\_ / \_\_\_ / 2017

A Cesar, Simone, Davi e Gabriel.  
Por todo o amor e com todo o amor.

## AGRADECIMENTOS

A Papai do Céu e ao meu Santo Expedito, pela fé que me nutre, a qual torna toda e qualquer caminhada, para além de possível, mais serena.

Ao meu talentoso pai, Cesar, verdadeira fonte de inspiração, por ter transmitido o seu amor pelo Direito e, não fosse o suficiente, por ter provocado o meu encanto pelo ramo do direito societário. Por sempre exigir de mim aquilo que imagino estar além do meu domínio – e, mais do que isso, por invariavelmente me fazer alcançar. Por todas as discussões provocadas em torno do tema a que se propõe tratar este ensaio, e por todas as suas revisões criteriosas, sem as quais não teria atingido o mesmo resultado.

À minha querida mãe, Simone, pela sua luz que sempre me guia, aquece e conforta. Pelo seu apoio incondicional, sem o qual a plenitude desta pesquisa, além de tanto do que trilhei até chegar aqui, não seria possível.

Ao meu adorado irmão, Davi, por ser a tranquilidade apta a suavizar qualquer turbulência, a qual recorro quando preciso – e quando não preciso também. Pelas suas palavras sempre tão doces, por tanto acreditar em mim e por ser o meu maior incentivador.

Ao meu amor, Gabriel, por ser o meu porto seguro e, para além de compartilhar comigo dos mesmos sonhos, realizá-los ao meu lado. Por ter me guiado até a *business judgment rule*, por todas as discussões acerca do objeto deste estudo, bem como pelas revisões feitas com singular esmero que tanto contribuíram para a sua realização.

A Ermiro Ferreira Neto, meu estimado orientador, por ter sido peça fundamental na confecção deste ensaio: seja por ter me apresentado a *business judgment rule*; seja por ter acompanhado de modo tão atencioso, paciente e gentil todos os meus passos – discutindo, incentivando e revisando este ensaio com todo cuidado.

A Pedro Brigagão, grande referência no tema de que trata esta pesquisa, por toda a disponibilidade, pelo compartilhamento das suas experiências, das suas grandes ideias e pelas discussões que se fizeram tão enriquecedoras – imprescindíveis, aliás, para o deslinde deste estudo.

A Eduardo Jordão, a quem tenho grande admiração, por abrir a minha cabeça para o instigante mundo acadêmico, despertando em mim o interesse pela pesquisa científica, bem como pelas suas contribuições de grande valia para a concretização deste ensaio.

A Carlos Ragazzo, pela disponibilidade com que socializou o seu conhecimento e a sua experiência, instigando-me a voos mais altos e mergulhos mais profundos.

A Ruy Andrade, por ter potencializado o meu encanto pelo direito societário e por ter aberto as portas do seu escritório para torná-lo oficina de discussões palpitantes acerca do tema alvo deste estudo. A Abelardo Sampaio e a João Glicério, por terem se mantido ao meu alcance ao longo de toda a pesquisa, não hesitando atender aos meus chamados e contribuindo para este ensaio.

A Fausto Kupsch, querido chefe que se tornou um grande amigo, por ter acompanhado e impulsionado o meu desenvolvimento profissional. Por ter se feito tão presente durante todo o caminho que percorri até a concretização deste estudo.

A todos os membros do Pessoa & Pessoa Advogados Associados, do Gamil Föppel Advogados Associados e, em especial, do Joao Bastos Lopes Advogados Associados, por tamanha e valiosa bagagem de aprendizado que adquiri com cada um deles. Grandes escritórios que se fizeram verdadeiras salas de aula e que guardam, para além de grandes profissionais, grandes seres humanos, que contribuíram para delinear a minha formação – o que refletiu substancialmente no processo de elaboração deste ensaio.

“O futuro é o presente daqueles que fazem acontecer.”

Cesar Joau

## RESUMO

A *business judgment rule* surgiu na jurisprudência norte-americana para resguardar a discricionariedade das tomadas de decisão dos administradores de companhia, afastando das revisões dos julgadores aquelas decisões negociais tomadas de modo consciente, leal, diligente e de boa-fé, mas que ao invés de auferirem lucros para a companhia, geraram prejuízos. Sucede que os elementos utilizados como parâmetro para a sua aplicação revestem-se por demasiada subjetividade. Se por um lado essa subjetividade propicia a destreza da sua subsunção ao caso concreto, por outro, mitiga a segurança jurídica que a regra propõe envolver os administradores. Isto coloca em jogo a própria eficácia da regra. Este ensaio tem por escopo, portanto, sugerir a possibilidade de objetivação dos elementos da *business judgment rule*, através da governança corporativa, em consonância com as peculiaridades atinentes a cada companhia, transformando os seus *standards* em regras na medida do possível. Trata-se de uma proposta de canalização do parâmetro para a aplicação da regra. Assim, para viabilizar a aludida discussão, analisar-se-á a estrutura da administração das companhias, os deveres dos seus administradores, bem como as suas tomadas de decisão. Logo mais, examinar-se-á a *business judgment rule*, tanto no contexto do seu surgimento e desenvolvimento na jurisprudência norte-americana, como da sua recepção no ordenamento jurídico brasileiro, levando à pauta ainda se tal recepção teria sido realizada a partir do §6º do art. 159 da Lei de Sociedades Anônimas ou do *caput* do art. 158 do mesmo diploma legal. Cenário propício, portanto, para provocar discussões acerca do sistema de responsabilidade civil dos administradores de companhias, haja vista as implicações no desenvolvimento das sociedades anônimas, os impactos na economia que daí decorrem e, conseqüentemente, os reflexos na sociedade como um todo.

**Palavras-chave:** direito societário; responsabilidade civil; administradores; companhias; governança corporativa; *business judgment rule*.



## ABSTRACT

The business judgment rule has emerged in North American jurisprudence to safeguard the discretion of corporate managers' decision-making, moving away the judiciary reviews of those business decisions that were made conscientiously, faithfully, diligently, and in good faith, but instead of earning profits for a company, they caused losses. It turns out that the elements used as a parameter for its application are quite subjective. If on the one hand, their subjectivity facilitates their subsumption to the case, on the other, it mitigates the legal certainty that the rule proposes to cover the managers. Such a circumstance puts the very effectiveness of the rule at stake. The purpose of this essay is to suggest the possibility of objectifying, through corporate governance, the elements of business judgment rule in line with the peculiarities of each company, turning their standards into rules as much as possible. This is a proposal for channeling the rule by a safer parameter for its application. The essay will analyze the structure of the management of the companies, the duties of their managers, as well as their decision-making. Further, business judgment rule will be examined, both in the context of its emergence and development in North American jurisprudence, and in the context of its reception in the Brazilian legal system, leading to the question of whether such reception would have been carried out by the § 6th of article 159 of the Brazilian Corporation Law or the *caput* of article 158 of the same statute. This is a promising scenario to raise discussions about the civil liability of corporate managers, given its implications for the development of corporations, the impacts on the economy that stems from it and the repercussions on society as a whole.

**Keywords:** corporate law; tort law; managers; companies; corporate governance; business judgment rule.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

art.	Artigo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Co.	<i>Company</i>
Corp.	<i>Corporation</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
vs.	<i>Versus</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	13
<b>2 A ADMINISTRAÇÃO E O PROCESSO DE DECISÃO NAS COMPANHIAS</b>	16
2.1 COMPANHIAS: CARACTERÍSTICAS E NATUREZA JURÍDICA	16
2.2 OS ÓRGÃOS ADMINISTRATIVOS	20
<b>2.2.1 O Conselho de Administração</b>	22
<b>2.2.2 A Diretoria</b>	24
2.3 A BOA-FÉ E OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES	25
<b>2.3.1 O dever de diligência</b>	26
<b>2.3.2 O dever de lealdade</b>	29
<b>2.3.3 O dever de informação</b>	32
2.4 A TOMADA DE DECISÃO	33
<b>2.4.1 O resultado desastroso e a responsabilidade dos administradores</b>	34
<b>2.4.2 A obrigação de meio</b>	37
<b>3 A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i></b>	40
3.1 AS RAZÕES	40
3.2 O SURGIMENTO E O DESENVOLVIMENTO NA JURISPRUDÊNCIA NORTE-AMERICANA	42
3.3 A REGRA	44
3.4 OS ELEMENTOS UTILIZADOS COMO PARÂMETRO	47
<b>3.4.1 Decisão negocial</b>	49
<b>3.4.2 Lealdade</b>	50
<b>3.4.3 Diligência</b>	51
<b>3.4.4 Boa-fé</b>	52
3.5 A RECEPÇÃO PELO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	55
<b>3.5.1 A <i>business judgment rule</i> “tropicalizada”</b>	55
<b>3.5.2 A <i>business judgment rule</i> e o ato regular de gestão</b>	62
<b>4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i></b>	65
4.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: PROPÓSITO E CONCEITO	66
4.2 A (IN)OPORTUNA SUBJETIVIDADE QUE REVESTE OS ELEMENTOS UTILIZADOS COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA <i>BUSINESS JUDGMENT</i>	

<i>RULE</i>	70
<b>4.2.1 A possibilidade de subsunção como efeito da flexibilidade</b>	71
<b>4.2.2 A insegurança jurídica como efeito da maleabilidade</b>	72
4.3 A (IN)EFICÁCIA DA IMUNIDADE CONFERIDA PELA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i>	74
4.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO UM MEIO DE OBJETIVAÇÃO DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i>	75
<b>4.4.1 A estrutura da governança corporativa como um meio e os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da <i>business judgment rule</i> como um fim</b>	77
<b>4.4.2 A margem de discricionariedade e a vinculação da governança corporativa</b>	80
<b>5 CONCLUSÃO</b>	86
<b>REFERÊNCIAS</b>	89

## 1 INTRODUÇÃO

Qualquer tema que gira em torno das companhias instiga por si só, haja vista toda a complexidade que estas encontram-se revestidas em seus sistemas de constituição e desenvolvimento.

O regime de responsabilidade civil dos seus administradores trata-se do tema mais palpitante, em razão da fragmentação entre propriedade e gestão. É dizer, a concentração dos poderes de deliberar e executar fica nas mãos daqueles cujas consequências não alcançam necessariamente.

Esta fragmentação tem como corolário a dissociação entre a tomada de decisão e o seu respectivo resultado, já que aquela corresponde a uma das obrigações do administrador e, este, é percebido pelos acionistas através dos seus investimentos na companhia.

No entanto, uma vez que o risco e o lucro estão intrinsecamente emaranhados, as decisões dos gestores nem sempre revelam-se de sucesso, de modo que, por vezes, ao invés de auferirem lucros para a companhia, acabam acarretando prejuízos tão grandes quanto os frutos que outrora prometiam.

É neste momento que a dissociação entre a tomada de decisão e o seu respectivo resultado torna-se inconveniente, de sorte que os acionistas buscam concentrar a causa e o efeito na figura dos administradores, não hesitando, portanto, fazer deles destinatários da culpa e, conseqüentemente, das suas pretensões ressarcitórias.

Diante desta conjuntura, em um primeiro momento, um rígido sistema de responsabilidade civil dos administradores parece ser uma solução, posto que apto a possibilitar a reparação dos acionistas por prejuízos advindos das decisões desastrosas dos gestores. Contudo, através de um olhar mais atento, percebe-se que isto representa, em verdade, um problema, haja vista que diminuiria, concomitantemente às chances de prejuízo, as chances de lucros, vez que os administradores probos e engajados passariam a tomar decisões tímidas. Definitivamente seria “um barato que sairia caro”.

Ora, imaginar que os frutos provenientes de uma tomada de decisão de sucesso iriam para a companhia, enquanto que os danos de uma decisão desastrosa, para os administradores, esclarece a relação inversamente proporcional entre o grau de rigidez do sistema de responsabilidade civil dos administradores e o arrojo das suas tomadas de decisão.

Daí porque esta equação deve ser equilibrada, vez que intrinsecamente entrelaçada ao desenvolvimento da companhia – cujos reflexos, aliás, ultrapassam as suas paredes, alcançando a economia e, conseqüentemente, a sociedade como um todo.

É neste contexto que surge a *business judgment rule* (regra da decisão negocial) na jurisprudência norte-americana, com vistas a proteger a discricionariedade da tomada de decisão dos administradores, afastando, para tanto, das revisões dos julgadores, as decisões negociais tomadas conscientemente, de modo leal, diligente e de boa-fé, mas que não lograram êxito no que se propuseram.

Todavia, a aludida regra cuida apenas de apontar a direção, através de *standards* (padrões de conduta), do que se espera dos administradores para que as suas decisões façam jus à aludida imunidade, não descrevendo o caminho a ser percorrido para tal fim, revestindo os elementos utilizados como parâmetro para a sua aplicação de demasiada subjetividade.

Se por um lado não poderia ser diferente, já que a objetividade impediria ou ao menos dificultaria a subsunção dos elementos da *business judgment rule* aos casos concretos, por outro lado, deve-se levar à pauta a insegurança jurídica que decorre dessa subjetividade e, conseqüentemente, a mitigação da eficácia da própria regra.

Daí que este ensaio propõe ajustar os elementos utilizados como parâmetro pela *business judgment rule* aos moldes das peculiaridades que resguardam cada companhia, de modo a objetivá-los, na medida do possível, através da governança corporativa.

Para possibilitar tal discussão, utilizar-se-á do método cartesiano desenvolvido por René Descartes, através do qual se parte do exame de questões gerais até se chegar ao recorte específico da pesquisa.

Assim, no segundo capítulo, buscar-se-á consolidar as premissas fundamentais acerca da administração de companhias no que se refere à gestão em si, esmiuçando a sua estrutura e os deveres que devem ser observados pelos administradores no exercício das suas atribuições, bem como no que tange às suas tomadas de decisões.

Mais adiante, no terceiro capítulo, far-se-á alvo afastar as contradições que pairam sobre a *business judgment rule*, compulsando, para tanto, os seus fundamentos, os traços delineados pela jurisprudência norte-americana e, ainda, os moldes da sua recepção no ordenamento jurídico brasileiro.

Pressupostos consolidados, no quarto capítulo passa-se à análise da subjetividade que reveste os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, examinando justamente a destreza da subsunção ao caso concreto e a insegurança jurídica como efeitos da ampla e flexível margem de interpretação que os envolve, bem como discutindo a eficácia da regra diante deste cenário.

Eis que será proposta a utilização da governança corporativa como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, investigando, para tanto, a possibilidade de transformar os seus *standards* em regras, com vistas a objetivar os seus elementos.

## 2 A ADMINISTRAÇÃO E O PROCESSO DE DECISÃO NAS COMPANHIAS

Antes de tratar do tema da *business judgment rule* e analisar os elementos utilizados como parâmetro para a sua aplicação, torna-se imperioso estabelecer algumas premissas fundamentais acerca dos administradores de companhias – seja no que se refere à gestão das companhias em si, seja em relação aos deveres a serem observados pelos gestores no exercício das suas funções, bem como às suas tomadas de decisões.

### 2.1 COMPANHIAS: CARACTERÍSTICAS E NATUREZA JURÍDICA

A companhia, também denominada como sociedade anônima, é disciplinada pela Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”),<sup>1</sup> a qual prevalece sobre as disposições gerais da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (“Código Civil”),<sup>2</sup> que deve ser aplicada subsidiariamente nos casos de omissão daquela,<sup>3</sup> tendo em vista o critério da especialidade que se presta a resolver as antinomias do ordenamento jurídico.<sup>4</sup>

Neste diapasão, em observância ao quanto disposto no art. 1º da Lei das Sociedades por Ações, pode-se definir a companhia como pessoa jurídica de direito privado com natureza empresarial, cujo capital social divide-se em ações, a princípio livremente negociáveis, na qual a responsabilidade dos sócios, chamados acionistas, limita-se ao preço de emissão das ações que possuem.<sup>5</sup>

Daí extrai-se as suas características precípua, a saber: (i) natureza empresarial, tendo por objeto o exercício de atividade intrínseca ao empresário,<sup>6</sup> aqui entendido como aquele que “exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”;<sup>7</sup> (ii) natureza de sociedade de capitais, de modo que, em regra, o *intuitu pecuniae* é fundamental, enquanto o *intuitu personae*, irrelevante, na medida em que prevalece a contribuição dos sócios ao capital social, sendo indiferente para cada sócio a pessoa dos demais;<sup>8</sup> (iii) capital social dividido em ações, as quais são integralizadas e

---

<sup>1</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 15 maio 2016.

<sup>2</sup> BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o código civil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 15 maio 2016.

<sup>3</sup> Art. 1.089 do Código Civil.

<sup>4</sup> DINIZ, Maria Helena. **Compêndio de introdução à ciência do direito**. 25.ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 507.

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, p. 26.

<sup>6</sup> Art. 982 do Código Civil.

<sup>7</sup> Art. 966 do Código Civil.

<sup>8</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, 2011, vol. 1, p. 27.



titularizadas pelos acionistas;<sup>9</sup> e (iv) responsabilidade limitada, sendo os acionistas responsáveis apenas pelo pagamento do preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas – logo, apenas o patrimônio social pode ser atingido por direito de terceiros, não sendo cabível cogitar-se em responsabilidade subsidiária.<sup>10</sup>

Insta salientar que a natureza de sociedade de capitais implica outras características, como a dissociação entre propriedade e gestão – dada possibilidade da administração ser exercida por terceiro estranho à sociedade – e a estruturação em órgãos independentes com atribuições específicas. Além disso, há que gizar a instabilidade do quadro societário, tendo em vista que a cessão da posição societária é livre, bem como a inadmissão da exclusão do sócio, uma vez que a posição de acionista funda-se na propriedade das ações e a exclusão equivaleria à desapropriação. Por fim, vale dizer que, em regra, há a exclusão da presença da *affectio societatis*, sob o argumento de que a colaboração pessoal do sócio não tem relevância.<sup>11</sup>

A aglutinação desses traços torna a companhia extremamente atrativa para os empreendedores, já que demarcam e dispersam os riscos dos investimentos, tornando-a estável e perene, cumprindo assim o propósito para o qual foi pensada.

É que a solidariedade patrimonial, bem como a pessoalidade, atributos inerentes aos tipos societários que vigiam no sistema jurídico outrora, constituíam verdadeiros obstáculos para os espíritos mais empreendedores, inibindo-os, devido aos altos riscos que daí decorriam.<sup>12</sup>

A companhia surgiu, portanto, como mecanismo jurídico apto a superar tais fragilidades, proporcionando segurança jurídica aos investidores na medida em que mitigou a vulnerabilidade própria da atividade mercantil.

Isto posto, pode-se dizer que a razão de ser da companhia é a movimentação de capitais, na medida em que propicia a reunião de expressiva massa de recursos e possibilita o desenvolvimento de grandes empreendimentos.<sup>13</sup> Insta grifar que tamanho potencial não pode ultrapassar o quanto delineado no objeto social da companhia, devendo observar os seus limites.

---

<sup>9</sup> MAMEDE, Gladston; MAMEDE, Eduarda Cotta. **Blindagem patrimonial e planejamento jurídico**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 30.

<sup>10</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, p. 28.

<sup>11</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. **Direito empresarial**. 4.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, vol. 1, p. 218.

<sup>12</sup> PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 37.

<sup>13</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**. 2.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 15.

Aliás, no que diz respeito ao objeto social, este é o fim para o qual a sociedade fora constituída.<sup>14</sup> Pode-se inferir, portanto, uma ideia de causa do estatuto social, na medida em que representa uma enunciação dos objetivos mercantis dos envolvidos, é dizer, a fixação das atividades negociais que motivaram a constituição da sociedade.<sup>15</sup>

O objeto social da companhia resta debuxado no art. 2º da Lei das Sociedades por Ações, cuja previsão é no sentido de que este deve ser qualquer empresa de fim lucrativo, ou seja, qualquer atividade econômica organizada, sendo ela empresária ou não,<sup>16</sup> desde que em perfeita sintonia com a lei, a ordem pública e os bons costumes.

É que a razão da constituição de qualquer sociedade é a geração de lucro e, no que se refere à companhia, o fim lucrativo configura-se como seu “escopo final ou mediato” que se realiza através do objeto social, sendo este último seu “escopo-meio ou imediato”.<sup>17</sup>

Ademais, a definição estatutária do objeto social há de ser precisa, completa e exaustiva, enquanto sua interpretação, restritiva, derivando do objeto social os limites da área de atuação de discricionariedade dos administradores.<sup>18</sup>

Destaque-se que a companhia configura-se sempre mercantil ainda que adote por objeto social atividade civil, haja vista que o caráter comercial decorre exclusivamente do seu tipo societário.<sup>19</sup>

No que tange ao tipo societário, cumpre ressaltar que o nome empresarial exerce função relevante na medida em que propicia a sua revelação, identificando-o perante terceiros estranhos à sociedade. Com efeito, o nome empresarial da companhia é identificado por uma denominação social, conforme se depreende do art. 3º da Lei das Sociedades por Ações.

Este contém um nome fantasia,<sup>20</sup> o qual é eleito a partir da conveniência dos sócios, não sendo obrigado, portanto, a traduzir a razão social da empresa; ou seja, não é imposto refletir a realidade da composição societária.<sup>21</sup>

---

<sup>14</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. 3.ed. rev. e atual. Forense: Rio de Janeiro, 1959, vol. 1, p. 77.

<sup>15</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, p. 32.

<sup>16</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Ferreira. Características da sociedade anônima. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 333.

<sup>17</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>18</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 1, p. 107.

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, 2011, vol. 1, p. 32.

<sup>20</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Ferreira. *Op. cit.*, 2015, vol. 2, p. 335.

<sup>21</sup> MAMEDE, Gladston. **Direito empresarial brasileiro**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 256.

Nada obsta, no entanto, que figure na denominação social o nome do fundador, do acionista, ou de alguém que tenha concorrido para o êxito da empresa, desde que, é claro, não haja oposição daquele a quem o nome corresponde.<sup>22</sup> Frise-se que, nesse caso, não se trata de vincular alguém à companhia, mas tão somente de prestar uma homenagem.<sup>23</sup>

Todavia, esse sistema nominal não se presta a distinguir as companhias quanto à negociabilidade das ações, porquanto todas obedecem ao mesmo critério de identificação, restando inseridas aí a aberta e a fechada, que estão previstas no art. 4º da Lei das Sociedades por Ações.

Quando aberta, significa que os títulos de sua emissão são passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários, de modo que os recursos da companhia são captados junto ao público.<sup>24</sup> Imperioso acentuar que, para obter tal qualificação deve-se registrar a companhia perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”),<sup>25</sup> submetendo-a, assim, à fiscalização e ao controle da autarquia, conforme prevê o art. 1º da Instrução CVM nº 480/2009.<sup>26</sup>

Já quando fechada, quer dizer que os títulos de sua emissão não são passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários, de forma que a obtenção dos recursos de capital se faz através da subscrição de ações pelos próprios acionistas ou por um grupo restrito composto por terceiros previamente conhecidos.<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> MAMEDE, Gladston. **Direito empresarial brasileiro**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 257.

<sup>23</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Ferreira. Características da sociedade anônima. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 336.

<sup>24</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1, p. 53.

<sup>25</sup> A Comissão de Valores Mobiliários trata-se de uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. (PORTUGAL, Bernardo Lopes. Governança corporativa: histórico, atualidade do tema em geral e sua aplicabilidade cada vez maior à realidade das pequenas e médias empresas. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 33).

<sup>26</sup> Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.

§ 1º O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

§ 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso.

§ 3º A presente Instrução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst480consolid.pdf>>. Acesso em: 4 ago. 2016).

<sup>27</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 1, p. 139-140.

Características sedimentadas, há que se delinear a natureza jurídica da companhia, que, nas palavras de Modesto Carvalhosa, “trata-se de pessoa jurídica de direito privado e, como tal, sujeito de direito e ente capaz de figurar nas relações jurídicas”.<sup>28</sup>

## 2.2 OS ÓRGÃOS ADMINISTRATIVOS

Os órgãos são centros de imputação de poderes funcionais exercidos por um ou mais indivíduos que nele estejam investidos para formar e manifestar a vontade juridicamente atribuível à pessoa jurídica.<sup>29</sup>

É através dos órgãos que a companhia forma e manifesta a sua vontade, sendo eles: (i) a Assembleia Geral; (ii) o Conselho Fiscal; (iii) o Conselho de Administração; e (iv) a Diretoria.<sup>30</sup> Grife-se que, além de tais órgãos, nada obsta a existência de outros, desde que com a devida previsão estatutária e com exercício restrito à funções técnicas ou consultivas.<sup>31</sup>

Quanto à Assembleia Geral, esta reúne todos os acionistas, sendo dotada de caráter exclusivamente deliberativo e, tal qual aduz o art. 121 da Lei das Sociedades por Ações, de poderes para decidir acerca de todos os negócios relativos ao objeto social da companhia, bem como para traçar as diretrizes que julgar convenientes com vistas a alavancar o seu desenvolvimento.

No tocante ao Conselho Fiscal, este, em que pese ser de existência obrigatória, tem funcionamento facultativo, conforme dispõe o art. 161 da Lei das Sociedades por Ações, e tem como atribuição a função de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, incluindo seus aspectos contábeis.<sup>32</sup>

No que diz respeito ao Conselho de Administração e à Diretoria, pode-se depreender do art. 138 da Lei das Sociedades por Ações que se tratam de órgãos administrativos. Tal estrutura, portanto, é diversa das sociedades de pessoas, nas quais a gestão é usualmente desempenhada diretamente pelos sócios ou por seus prepostos.<sup>33</sup>

---

<sup>28</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 1, p. 95.

<sup>29</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 11.

<sup>30</sup> PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 5.

<sup>31</sup> Art. 160 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>32</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 425.

<sup>33</sup> *Ibidem*, p. 255.

Na estrutura orgânica da sociedade, o Conselho de Administração ocupa posição intermediária entre a Assembleia Geral e a Diretoria, ficando esta última em posição inferior na pirâmide hierárquica.<sup>34</sup>

Vale ressaltar que a Diretoria é órgão obrigatório, enquanto que, o Conselho de Administração é, via de regra, facultativo, tornando-se obrigatório apenas nas companhias abertas, nas de capital autorizado<sup>35</sup> e nas de economia mista.<sup>36</sup>

A obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se, nas companhias abertas, pela necessidade de conciliação dos interesses dos acionistas controladores com os dos acionistas minoritários que compõem a categoria de investidores do mercado. Ademais, em razão da escala que se pressupõe ter nas companhias abertas, impõe-se a especialização e a profissionalização da Diretoria, de modo que os assentos que os controladores e os minoritários possuem no Conselho de Administração devem ser titularizados por profissionais cujas formações autorizem uma esmerada análise das questões que lhes forem submetidas.<sup>37</sup>

No que diz respeito à companhia de capital autorizado, a obrigatoriedade decorre da possibilidade de, ao invés da Assembleia Geral, o Conselho de Administração deliberar, por determinação estatutária, sobre aumento de capital, desde que no limite do que foi previamente autorizado, *ex vi* do art. 168, §1º, “b” da Lei das Sociedades por Ações. É que entende-se que o processo deliberativo do Conselho de Administração, uma vez sendo colegiado, resguarda melhor o interesse social quando comparado com o processo decisório da Diretoria, já que este último se manifesta de forma individual e setorizada.<sup>38</sup> É o princípio da colegialidade triunfando sobre o juízo monocrático.

No que se refere às companhias de economia mista, a obrigatoriedade justifica-se pelo Conselho de Administração possibilitar a responsabilidade autônoma dos seus administradores, impedindo, pois, que as funções do poder público e as da estatal, enquanto organização, sejam confundidas na gestão da companhia. Ademais, busca-se assegurar a participação dos minoritários nas decisões do Conselho de Administração, como representantes, portanto, dos interesses privados da gestão da companhia mista.<sup>39</sup>

---

<sup>34</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 14.ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 388.

<sup>35</sup> Art. 138 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>36</sup> Art. 239 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>37</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 51.

<sup>38</sup> *Ibidem*, p. 52.

<sup>39</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

Em relação ao vínculo entre a administração e a companhia, entende-se que as funções dos gestores não se originam de contrato, mas da própria estrutura da sociedade, tendo em vista que estes são integrantes da pessoa jurídica na medida em que se fazem necessários para sua manifestação perante terceiros.<sup>40</sup> Daí que, quando um dos órgãos pratica algum ato, este entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, não se falando, portanto, em “representação”, mas em “apresentação”, uma vez que a companhia se faz presente através da atuação do seu órgão.<sup>41</sup>

### 2.2.1 O Conselho de Administração

O Conselho de Administração constitui órgão colegiado composto por, no mínimo, três membros eleitos pela Assembleia Geral, os quais são destituíveis por ela a qualquer tempo, consoante ao que prevê o art. 140 da Lei das Sociedades por Ações. Importa ainda salientar que para concorrer ao cargo de conselheiro é necessário ser pessoa natural, sendo prescindível residir no Brasil.<sup>42</sup>

Tendo em vista que o Conselho de Administração trata-se de órgão indivisível, ou seja, atua como um colégio,<sup>43</sup> tem-se que, diferentemente da Diretoria, seus membros não detêm competência individual, atuando, pois, sempre em conjunto. Assim, nas palavras de Modesto Carvalhosa, “suas deliberações pressupõem convocação, *quorum* de instalação e de deliberação e decisão por maioria de votos, não tendo qualquer eficácia a vontade isolada de seus membros, independente do percentual que eventualmente possua o conselheiro no capital da sociedade.”<sup>44</sup>

Constitui órgão de caráter deliberativo e fiscalizador na medida em que tem como função decidir acerca de qualquer negócio relativo ao objeto social da companhia, salvo aqueles de competência privativa da Assembleia Geral<sup>45</sup> ou do Conselho Fiscal, se em funcionamento; e

---

<sup>40</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 255-256.

<sup>41</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, t. L, p. 487.

<sup>42</sup> Art. 146 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>43</sup> ULHOA, Fábio Coelho. **Curso de direito comercial**. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, vol. 2, p. 203.

<sup>44</sup> CARVALHOSA, Modesto. Responsabilidade civil de administradores e de acionistas controladores perante a lei das s/a. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 176.

<sup>45</sup> ULHOA, Fábio Coelho. *Op. cit.*, 2016, vol. 2, p. 221.

fiscalizar a atuação dos diretores.<sup>46</sup> Ademais, tem-se como atribuição dos conselheiros traçar políticas de execução das diretrizes estabelecidas pela Assembleia Geral.<sup>47</sup>

Destaque-se que a função de fiscalização do Conselho de Administração não se confunde com a do Conselho Fiscal, conforme elucida Fábio Ulhoa Coelho:

Ao Conselho Fiscal não cabe entrar no mérito da decisão adotada pelos diretores na condução dos negócios sociais, porque ele não os pode substituir na administração da empresa. Já o Conselho de Administração, ao fiscalizar a Diretoria, tem poderes para questionar qualquer ato praticado, na forma ou no conteúdo, bem como determinar as correções possíveis, se entender pertinente, ou sustar providências em andamento.<sup>48</sup>

Em consonância com o art. 142 da Lei das Sociedades por Ações, compete ao Conselho de Administração: (i) a fixação da orientação geral dos negócios relativos ao objeto social; (ii) a eleição e a destituição dos diretores, bem como a fixação das suas atribuições, observando as disposições estatutárias; (iii) a fiscalização da gestão dos diretores e o exame, a qualquer tempo, dos livros e papéis da companhia, além da solicitação de informações sobre atos praticados ou a serem praticados; (iv) a convocação da Assembleia Geral; (v) a manifestação acerca do relatório da administração e das contas da Diretoria; (vi) a manifestação prévia sobre atos ou contratos, quando o estatuto social exigir; (vii) a deliberação, quando autorizado pelo estatuto social, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) a autorização, se o estatuto social não dispuser em contrário, da alienação de bens do ativo não circulante, da constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; e (ix) a escolha e destituição dos auditores independentes, se houver.

Entende-se o Conselho de Administração como órgão de proteção dos interesses dos acionistas, na medida em que este representa o liame entre a Assembleia Geral, composta pelos titulares do capital social, e a Diretoria, a qual conduz, no dia-a-dia, a companhia em suas atividades sociais.<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 8-9.

<sup>47</sup> BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 257.

<sup>48</sup> ULHOA, Fábio Coelho. **Curso de direito comercial**. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, vol. 2, p. 239-240.

<sup>49</sup> BARROSO, Carlos Henrique. *Op. cit.*, out. 2011, vol. 3, p. 258.

### 2.2.2 A Diretoria

A Diretoria compreende um órgão não colegiado composto por, no mínimo, dois membros eleitos pelo Conselho de Administração, sendo por ele destituíveis a qualquer tempo, ou, se inexistente, pela Assembleia Geral, *vide* art. 143 da Lei das Sociedades por Ações. Tal qual ocorre com o Conselho de Administração, para concorrer à direção não é necessária a qualidade de acionista, sendo imprescindível, no entanto, a condição de pessoa natural residente no Brasil.<sup>50</sup>

Considerando que a Diretoria constitui órgão divisível, uma vez que pode atuar tanto como um colégio, quanto através da iniciativa individual dos seus membros<sup>51</sup> – dentro, naturalmente, das respectivas áreas de atuação –, tem-se que, diferentemente do Conselho de Administração, seus membros detêm competência individual, não havendo, no entanto, qualquer impedimento para que o estatuto social designe decisões a serem tomadas em reunião dos seus membros, *ex vi* do art. 143, §2º da Lei das Sociedades por Ações. Desse modo, nas palavras de Modesto Carvalhosa, os diretores “exercem suas funções individualmente, sendo suas vontades manifestadas de forma isolada, dentro de suas atribuições, com total eficácia”.<sup>52</sup>

Quanto às funções da Diretoria, leciona Pontes de Miranda:

As nomeações e promoções de empregados, as instruções de serviço e os contactos com os que trabalham na empresa são atos de funções internas. Nas relações com terceiros, como órgão da sociedade por ações, a Diretoria, ou algum, ou alguns dos diretores exercem, como órgão, funções externas.

Nas funções externas, não se pode dizer que a Diretoria seja representante legal, ou tenha posição de representante legal. Não é representante: como órgão, nas relações internas, administra, dirige e gere; nas relações externas, apresenta.<sup>53</sup>

Desse modo, trata-se de órgão de caráter executivo e presentativo, na medida em que cuida do exercício do objeto social da companhia<sup>54</sup> e manifesta sua vontade perante terceiros, encarnando a companhia, como se fosse ela que, naquele ato, estivesse corporificada,<sup>55</sup>

---

<sup>50</sup> ULHOA, Fábio Coelho. **Curso de direito comercial**. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, vol. 2, p. 232.

<sup>51</sup> *Ibidem*, p. 203.

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto. Responsabilidade civil de administradores e de acionistas controladores perante a lei das s/a. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 176.

<sup>53</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, t. L, p. 487.

<sup>54</sup> BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 257.

<sup>55</sup> FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, ano XVI, n. 26, p. 35.



possuindo, para tanto, competência para contrair obrigações e contratar.<sup>56</sup> Além disso, tem-se como função dos diretores executar as políticas traçadas pelo Conselho de Administração.<sup>57</sup>

### 2.3 A BOA-FÉ E OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES

Em que pese haver diferença entre o Conselho de Administração e a Diretoria, conforme já fora exposto, o art. 145 da Lei das Sociedades por Ações elucida que, no que se refere aos seus deveres, bem como às suas responsabilidades, ambos os órgãos submetem-se ao mesmo padrão normativo.

Tal aplicação, contudo, não pode ser de forma mecânica, sem uma interpretação em consonância com a realidade dos órgãos da administração, tornando-se imperioso debruçar-se nas suas estruturas, atentando-se para as especificidades de cada qual.<sup>58</sup>

Assim, insta acentuar que a pretensão deste ensaio se limita a tratar do regime de responsabilidade civil acerca do gênero “administradores”, não entrando no mérito das peculiaridades inerentes a cada espécie – até porque, na sua essência, o regime é único.<sup>59</sup>

Pois bem.

Os órgãos administrativos possuem atribuições legais, enquanto seus membros, deveres e responsabilidades. Neste esteio, a Lei das Sociedades por Ações elenca os deveres dos administradores, de cuja infração acarreta responsabilidade pessoal destes.<sup>60</sup>

Deste modo, ao invés de restringir a liberdade de atuação e o poder decisório dos administradores através de preceitos específicos e rígidos – o que teria fracassado já que potencializaria ineficiências por meio de um sistema engessado –, optou o legislador por pautar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos.<sup>61</sup>

---

<sup>56</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 15.

<sup>57</sup> BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 257.

<sup>58</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1094.

<sup>59</sup> FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de s/as**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 169.

<sup>60</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 257.

<sup>61</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113.

Daí a previsão de três amplos deveres norteadores, derivados do princípio da boa-fé, que acabam dando origem a tantos outros a eles inerentes, quais sejam: (i) o dever de diligência; (ii) o dever de lealdade; e, no âmbito das companhias abertas, (iii) o dever de informação.<sup>62</sup>

Pode-se entender, portanto, que tais deveres constituem o gênero e, os tantos outros consagrados em dispositivos dispersos na Lei das Sociedades por Ações, as espécies. Senão, veja-se alguns exemplos: (i) o dever de convocação da Assembleia Geral, previsto no art. 123, encaixa-se no gênero “dever de diligência”; tal como (ii) o dever de disponibilização dos documentos da administração, previsto no art. 133, no “dever de informação”; e (iii) o dever de proibição de favorecimento da sociedade coligada, controladora ou controlada, previsto no art. 245, no “dever de lealdade”.<sup>63</sup>

Além disso, no âmbito das companhias abertas, devem ser observadas as normas regulamentares editadas pela CVM, em especial a Instrução CVM nº 358/2002 e a Instrução CVM nº 400/2003.<sup>64</sup> Tais regulamentos, visando o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários e a preservação dos direitos dos acionistas, têm por finalidade precípua reforçar e explicitar as normas legais.<sup>65</sup>

Há que se falar ainda dos deveres implícitos, os quais são depreendidos de normas gerais ou mesmo de princípios, como o dever de observar o estatuto social e o dever de cumprir com as deliberações do órgão hierarquicamente superior.<sup>66</sup>

Tanto os regulamentos editados pela CVM, como os deveres implícitos, podem ser interpretados, também, como espécies dos três pilares supracitados.<sup>67</sup>

### 2.3.1 O dever de diligência

O dever de diligência está consubstanciado no art. 153 da Lei das Sociedades por Ações, *in verbis*: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o

---

<sup>62</sup> FRANZIM, Luciene. A governança corporativa e a responsabilidade civil dos administradores. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 157.

<sup>63</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 23.

<sup>64</sup> *Ibidem*, p. 23-24.

<sup>65</sup> MORAES, Luiza Rangel de. *Business judgment rule* e sua aplicação no direito brasileiro e na apuração de responsabilidade dos administradores de companhias abertas em processos administrativos sancionadores. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, abr./jun. 2013, vol. 60, p. 128.

<sup>66</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 120.

<sup>67</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Op. cit.*, 2014, p. 24.

cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

Para além do mais importante, trata-se do mais complexo dever imputado aos administradores.<sup>68</sup>

Tamanha importância fundamenta-se na sua constituição, que ultrapassa o mero caráter de dever, já que transpõe, para o âmbito da gestão das companhias, um princípio geral do direito que sempre conduz a execução de toda e qualquer obrigação: o dispêndio de energia no sentido de, para além de implementar uma prestação, o fazer com zelo.<sup>69</sup>

Assim, no contexto das companhias, em que os administradores têm como obrigação precípua o desenvolvimento das suas funções em consonância com os interesses sociais, o dever de diligência exige dos administradores algo a mais nesse exercício: dedicação, atenção e cuidado.<sup>70</sup>

Logo, através do dever de diligência espera-se que os administradores enxerguem a companhia como se sua fosse, atuando da melhor maneira possível com vistas a alcançar a maximização de dividendos para os acionistas, como se ali houvesse um interesse pessoal envolvido.<sup>71</sup>

Se por um lado o dever de diligência impõe um encargo a mais nas obrigações dos administradores, por outro os ampara quando da sua observância. É dizer, uma vez respeitado o dever de diligência, tendo o administrador se esforçado, portanto, para cumprir satisfatoriamente suas obrigações, este exime-se de qualquer responsabilidade caso eventualmente não alcance os objetivos colimados.<sup>72</sup> Trata-se, destarte, de uma obrigação de meio, vez que restrita à conduta dirigida ao resultado almejado – que não está compreendido no vínculo obrigacional.<sup>73</sup>

Importa realçar que a honestidade e a boa vontade, por si sós, não são suficientes para satisfazer o que propõe o dever de diligência no contexto das companhias, sendo necessário

---

<sup>68</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 349.

<sup>69</sup> PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 40-41.

<sup>70</sup> *Ibidem*, p. 41.

<sup>71</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

<sup>72</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, 2011, vol. 2, p. 349.

<sup>73</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 322.

acrescentar a competência profissional específica – seja por escolaridade, por experiência ou, de preferência, ambas.<sup>74</sup>

Já a complexidade do dever de diligência consiste na dificuldade que cerca a sua definição.<sup>75</sup> Não por acaso, aliás, sua inserção na Lei de Sociedades Anônima como *standard*, isto é, como padrão geral de conduta,<sup>76</sup> o qual se sujeita às transformações, ao longo do tempo, dos valores da sociedade como um todo; bem como à realidade da companhia em que o gestor está contextualizado.<sup>77</sup>

Este dever acaba por originar tantos outros a ele inerentes, a saber: (i) o dever de qualificar-se para o exercício do cargo, o qual consiste na posse ou na busca pelos conhecimentos mínimos acerca das atividades a serem desenvolvidas pela sociedade; (ii) o dever de bem administrar, que traduz-se na atuação voltada a atingir os interesses sociais, sem deixar de observar os limites do objeto social; (iii) o dever de informar-se, o qual reside na obrigação de obter as informações necessárias ao desenvolvimento adequado do negócio social; (iv) o dever de investigar, que, para além de fundar-se na análise das informações que lhe são fornecidas a fim de que se verifique se são suficientes ou não, consiste na avaliação da possibilidade dos fatos que eventualmente podem causar danos à sociedade, tendo que tomar as providências devidas, se for o caso; e (v) o dever de vigiar, o qual se traduz na obrigação de monitoramento permanente do desenvolvimento das atividades sociais.<sup>78</sup>

É possível observar que tais deveres são passíveis de violação por condutas essencialmente negligentes, imprudentes ou imperitas. Recorrendo-se ainda à origem da palavra “diligência”, do latim *diligere*, que importa amar, zelar e ser cuidadoso, ser diligente significa, portanto, zelar para a realização de uma atividade. Logo, o dever de diligência não se refere a condutas dolosas, encontrando-se emaranhado a condutas culposas *stricto sensu*.<sup>79</sup>

Nesta senda, o art. 153 da Lei das Sociedades por Ações, devido ao seu caráter genérico, o qual não elenca condutas específicas, realiza papel de grande relevância ao preencher

---

<sup>74</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 314.

<sup>75</sup> PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 37.

<sup>76</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 349.

<sup>77</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 26-27.

<sup>78</sup> PARENTE, Flávia. *Op. cit.*, 2005, p. 101-102.

<sup>79</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. p. 18. Disponível em: <[http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio\\_resumo2012/relatorios\\_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf](http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

eventuais lacunas deixadas pela lei no que diz respeito às condutas culposas dos administradores.<sup>80</sup>

Insta ressaltar, contudo, que, não obstante o dispositivo em apreço abranger apenas condutas culposas, não significa que as condutas dolosas restaram desassistidas, conforme restará demonstrado.

### 2.3.2 O dever de lealdade

O dever de lealdade consiste no fato de que o administrador, na condução dos negócios sociais, deve exercer seus poderes em observância à boa-fé, inspirado pelos melhores interesses da companhia e não pelos seus próprios interesses ou pelos de terceiros. Isto é, o administrador não pode se utilizar da posição que ocupa na companhia para obter qualquer tipo de benefício para si ou para outrem.<sup>81</sup>

Assim, no âmbito das companhias, pode-se dizer que se espera dos administradores a fixação dos interesses da companhia à frente dos seus, ainda que surjam oportunidades de agir, de forma comissiva ou omissiva, em benefício próprio, prejudicando, ou não, a sociedade.<sup>82</sup>

Nas palavras de Luiz Antonio Sampaio de Campos:

O administrador deve servir a companhia e não dela se servir; e, considerando que exerce uma função, as informações que obtiver e os atos que praticar no exercício do cargo, ou em decorrência do cargo, devem se pautar pela mais estrita lealdade à companhia e observância ao interesse social. Para tanto, o administrador não só não deve obter benefícios às custas da sociedade, como deve, por outro lado, evitar que a companhia, por ato ou omissão sua, sofra prejuízo ou deixe de auferir benefício.<sup>83</sup>

É dizer, seja para auferir vantagens, seja para impedir que a companhia se beneficie, o administrador não pode se antepor à sociedade.<sup>84</sup>

Daí extrai-se o desdobramento regulatório do dever de lealdade, cuja função é orientar a atuação dos administradores. Há que se falar ainda do desdobramento estrutural, o qual possui

---

<sup>80</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. p. 19. Disponível em: <[http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio\\_resumo2012/relatorios\\_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf](http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

<sup>81</sup> PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 150.

<sup>82</sup> FRANZIM, Luciene. A governança corporativa e a responsabilidade civil dos administradores. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 159.

<sup>83</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1129.

<sup>84</sup> *Ibidem*, loc. cit.

função preventiva, como a vedação, salvo autorização da Assembleia Geral, da eleição de conselheiro com interesse conflitante ao da companhia ou que ocupe cargo em sociedades concorrentes, conforme se depreende do art. 147, §3º da Lei das Sociedades por Ações.<sup>85</sup>

Importa frisar que a simples conduta desleal, por si só, é suficiente para a configuração da responsabilidade administrativa sancionável, de modo que a configuração do dano à companhia é prescindível para tanto. Isto porque, nas palavras de Modesto Carvalhosa “a inobservância do dever de lealdade não pode ser reparada com a mera compensação de eventuais danos daí decorrentes, na medida em que constitui quebra de confiança, que não convalesce ou se substitui materialmente.”<sup>86</sup>

Nesta senda, ao invés de elencar o que se espera dos administradores, ou seja, quais seriam as condutas corretas a serem adotadas por eles, optou o legislador por elencar o que não se espera deles. Senão, veja-se o quanto disposto no art. 155 da Lei das Sociedades por Ações, no qual o dever de lealdade encontra-se consolidado:

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.

Tal qual o dever de diligência, o dever de lealdade desencadeia outros tantos a ele intrínsecos, a saber: (i) o dever de agir em prol da companhia, que consiste na vedação de obtenção de qualquer tipo de vantagem pessoal em detrimento da companhia; (ii) os deveres exigidos quando do conflito de interesses; e (iii) o dever de sigilo, o qual se traduz no resguardo do

<sup>85</sup> FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de s/as**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 334.

<sup>86</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 348.

segredo dos negócios sociais, assegurando não só a competitividade da companhia, mas também a preservação do bom funcionamento do mercado de capitais, na medida em que se evita a utilização de informações privilegiadas em benefício do próprio administrador ou de terceiros em detrimento dos demais investidores.<sup>87</sup>

Aqui, diferentemente do quanto observado em relação aos deveres derivados do dever de diligência, pode-se perceber que são suscetíveis de serem maculados por condutas mormente dolosas.<sup>88</sup>

Ademais, tal como no art. 153 da Lei das Sociedades por Ações, o legislador, no art. 155 do mesmo diploma legal, serviu-se de um *standard*, de modo que o dever de lealdade, não obstante as hipóteses enumeradas neste dispositivo, não impõe comportamento específico, já que a possibilidade da sua violação vai além do quanto previsto nos incisos do aludido artigo.<sup>89</sup>

Sendo assim, os casos elencados são meramente enunciativos, de sorte que outras formas efetivas de infringência do dever de lealdade podem ser capituladas e declaradas pelo julgador.<sup>90</sup>

Acredita-se, portanto, que o art. 155 da Lei das Sociedades por Ações é plenamente capaz de abarcar as condutas dolosas praticadas pelos administradores, endereçadas à companhia, que não estejam expressamente previstas em outros dispositivos da supracitada lei; bem como que todo e qualquer dever passível de violação por conduta dolosa vai de encontro ao dever de lealdade – já que gênero e, os demais, espécies. Neste sentido, pode-se dizer que, tal como o dever de diligência está para as condutas culposas *stricto sensu* do administrador, o dever de lealdade encontra-se para as suas condutas dolosas.<sup>91</sup>

---

<sup>87</sup> FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de s/as**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 335-336.

<sup>88</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. p. 19. Disponível em: <[http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio\\_resumo2012/relatorios\\_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf](http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

<sup>89</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1130.

<sup>90</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2011. 5.ed. rev. e atual., vol. 3, p. 357.

<sup>91</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, p. 19.

### 2.3.3 O dever de informação

Por fim, mas não menos importante, tem-se, no que concerne às companhias abertas, o dever de informação, que encontra respaldo no art. 157 da Lei das Sociedades por Ações:

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 assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 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 assembléia, 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 assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante 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.

Daí que, no âmbito das companhias abertas, a Lei das Sociedades por Ações determina o sistema de ampla revelação da condição patrimonial dos administradores, tanto no que se refere aos valores mobiliários emitidos pela companhia, como, oportunamente, em relação aos fatos negociais relevantes que possam interferir na cotação, negociação e liquidez desses valores no mercado de capitais.<sup>92</sup>

---

<sup>92</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 395.



Para os acionistas, o dever de informação dos administradores corresponde ao direito destes de serem informados, estando tal prerrogativa inserida, aliás, no rol de direitos essenciais elencados no art. 109, III, da Lei das Sociedades por Ações, posto que instrumento para o dever de fiscalizar.<sup>93</sup> É que a transparência reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, como a utilização de informações privilegiadas.<sup>94</sup>

No que tange aos credores, o dever de informação é fundamental, já que, nas palavras de Nelson Eizirik, “lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios.”<sup>95</sup>

Noutro giro, para o mercado de valores mobiliários o dever de informação encontra o seu aspecto mais importante, já que constitui principal instrumento de proteção dos investidores, devendo haver a imediata comunicação à Bolsa de Valores e divulgação pela imprensa: (i) das deliberações das Assembleias Gerais ou dos órgãos administrativos; ou (ii) de fatos relevantes, fatos ocorridos nos negócios da companhia assim qualificados quando aptos a causar impacto no mercado de capitais.<sup>96</sup>

#### 2.4 A TOMADA DE DECISÃO

A tomada de decisão, seja ela (i) organizacional, a qual tem como propósito a boa organização da companhia; ou (ii) negocial, que tem como meta alcançar lucros, é a tarefa precípua dos administradores de companhias, já que intrínseca à atividade de gestão.<sup>97</sup>

O lapso temporal que compreende a cadeia de reflexões e ações, de diagnósticos e prognósticos, entre o instante em que se percebe a necessidade de agir e o momento em que se escolhe uma ação, é denominado de processo de decisão.<sup>98</sup> Este concebe-se através de uma eleição da melhor alternativa dentre as disponíveis por um centro decisor, podendo ser ele um indivíduo ou um grupo de indivíduos.<sup>99</sup>

---

<sup>93</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 395.

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 385.

<sup>95</sup> *Ibidem*, p. 349.

<sup>96</sup> *Ibidem*, p. 392.

<sup>97</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 35.

<sup>98</sup> ABRAMCZUK, André. **A prática da tomada de decisão**. São Paulo: Atlas, 2009, p. 43.

<sup>99</sup> GOMES, Luiz Flavio Autran Monteiro; GOMES, Carlos Francisco Simões. **Tomada de decisão gerencial: enfoque multicritério**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 1.

Os acionistas – cujo objetivo perseguido ao se reunirem e constituírem uma companhia é o lucro –, concentram o poder decisório nas mãos dos administradores por eles eleitos, incumbindo-os da função de, por meio do exercício do objeto social, buscar atingir o máximo de dividendos possível.<sup>100</sup>

Assim, com vistas a alcançar o lucro, os acionistas esperam que os administradores assumam riscos, busquem inovações, formulem estratégias e arquitetem grandes projetos, de forma a permitir que os seus investimentos lhes rendam os frutos almejados.<sup>101</sup>

No entanto, quando uma decisão arriscada acaba por configurar-se como desastrosa, resultando, pois, em prejuízos, os prejudicados não hesitam em eleger alguém para depositar a culpa, fazendo-o destinatário das pretensões ressarcitórias.<sup>102</sup>

#### **2.4.1 O resultado desastroso e a responsabilidade dos administradores**

Uma vez instaurado um resultado desastroso, os acionistas, os julgadores e até mesmo a sociedade como um todo, ao analisarem a atuação do administrador *a posteriori*, formulam, em regra, diferentes concepções acerca de qual decisão deveria ter sido tomada.<sup>103</sup>

No entanto, quando: (i) não há a necessidade de tomar uma decisão sob a pressão que as circunstâncias demandam e do modo mais rápido possível; (ii) há todas as informações necessárias ao seu alcance; bem como (iii) há a revelação de todos os resultados que cada uma das alternativas disponíveis guardava, é fácil olhar para trás e condenar a conduta do administrador que gerou prejuízos para a companhia.<sup>104</sup>

Assim, adotar o resultado como parâmetro para julgar a tomada de decisão dos administradores é um grande equívoco, já que a atividade mercantil é intrinsecamente ligada à ideia de risco, de modo que tal resultado fica suscetível à boa sorte ou revés dos gestores. Isto não implica equiparar a atividade dos administradores a um jogo de azar sujeito puramente à fortuna do destino ou a eventos absolutamente alheios à vontade mínima do agente – de forma alguma.<sup>105</sup>

---

<sup>100</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 9.

<sup>101</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>102</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>103</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>104</sup> *Ibidem*, p. 10.

<sup>105</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 466.

Pondera-se, contudo, que, não obstante estar a par da diligência que deve necessariamente pautar a decisão do gestor, o resultado de sucesso requer ainda a sintonia de uma série de outros fatores, sendo a sua maioria – senão todos – desvinculados do controle do administrador. É que, não raro, depende-se muito mais de condutas de terceiros – sejam concorrentes ou colaboradores – para obter o resultado almejado.<sup>106</sup>

Neste contexto, deve-se considerar substancialmente que: (i) a companhia se destina a investimentos de risco e que, por tal razão, se justifica a limitação de responsabilidade ao capital social subscrito e integralizado dos sócios; (ii) o mundo mercantil é composto por alternativas imperfeitas que são postas aos administradores; (iii) o tempo da decisão negocial é muito variado e, não raro, exíguo; e (iv) por vezes é melhor decidir mal em um curto lapso temporal do que adiar a decisão para possibilitar maior estudo do caso, já que esse adiamento, por si só, pode ser a pior decisão.<sup>107</sup>

Com efeito, não existe tomada de decisão “certa” ou “errada”, na medida em que faltariam critérios capazes de guiar para uma resposta comprometida com a realidade, já que qualquer deles inaptos a revestir o julgador das mesmas condições em que se encontrava o administrador no momento em que tomou a decisão.

Senão, veja-se as circunstâncias em que se tem reduzido intervalo de tempo entre a percepção da necessidade de agir e a ação, sendo necessário aí tomar uma decisão impulsiva. Partindo-se do pressuposto que uma decisão impulsiva não é necessariamente irracional – uma vez escolhido o meio julgado como mais adequado para alcançar um determinado objetivo, resta exercitada a racionalidade –, quando esta se faz bem-sucedida, utiliza-se adjetivos como “inteligente” e “perspicaz” para caracterizá-la e, por outro lado, quando malsucedida, fala-se que a decisão foi “estúpida”, “inconsequente” ou mesmo ambos adjetivos.<sup>108</sup>

Isto porque julga-se justamente o resultado da decisão e não o processo da decisão. Ora, se diferente fosse, por ambas hipóteses terem utilizado o mesmo processo decisório, ou bem as duas seriam classificadas como “boas decisões”, ou rotuladas como “más decisões”.

---

<sup>106</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 466.

<sup>107</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1094.

<sup>108</sup> ABRAMCZUK, André. **A prática da tomada de decisão**. São Paulo: Atlas, 2009, p. 43-44.

É neste sentido que tem sido extremamente criticada a hipótese de se analisar *a posteriori* a decisão do administrador, uma vez que no momento de tal análise o cenário é completamente diferente, sendo impossível avaliar as reais circunstâncias em que foi tomada a decisão.<sup>109</sup>

O absurdo resta potencializado quando se pensa que quem avaliaria a decisão dos administradores seriam juízes, haja vista que foge à *expertise* destes examinar decisões negociais, porquanto ultrapassa a esfera do universo jurídico – o qual, estes sim, eles dominam.

Ora, os julgadores não costumam entender sobre medicina, tampouco acerca de engenharia, razão pela qual chamaria a atenção a hipótese de um magistrado intervir nas atividades dos profissionais de tais áreas. E é sob o mesmo fundamento que tal estranheza deve ser gerada no que se refere a interferência dos julgadores na tomada de decisão dos administradores, porquanto trata-se de atividade de administração – outra área não compreendida pelos julgadores.<sup>110</sup>

Logo, “tão inadequado quanto um juiz oferecer consultas médicas e erguer prédios é definir o que é melhor para os negócios de uma sociedade empresária sem nem mesmo dela fazer parte.”<sup>111</sup>

Deve-se analisar, portanto, o que é passível de julgamento, porquanto apresenta critérios capazes de orientar a uma resposta comprometida com a realidade: o processo de decisão. Não se pode olvidar, ainda, da necessidade de, em sede de juízo retrospectivo, aferir as alternativas disponíveis por ocasião da tomada de decisão, em consonância com a realidade dos fatos época, e não dos fatos consumados.<sup>112</sup> Nesta linha de raciocínio, o processo de decisão deve ser apreciado considerando o contexto existente no momento em que ela tenha sido tomada, posto que, do contrário, iriam-se oprimir os administradores sob a força de uma perspicácia retroativa, suscitada pelo conhecimento da catástrofe final.<sup>113</sup>

Sendo assim, o que é legítimo indagar é se a decisão adotada levou em consideração fontes confiáveis, fatores suficientes e uma percepção em sintonia com uma lógica consciente, seja

---

<sup>109</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 13.

<sup>110</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 122.

<sup>111</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>112</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

<sup>113</sup> GUYON, Yves. *Apud* ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

ela de mercado ou jurídica; pois não se pode confundir a impulsividade dos administradores arrojados com a irresponsabilidade dos aventureiros – o que é uma linha tênue.

#### 2.4.2 A obrigação de meio

Considerando o risco inerente à atividade mercantil é que se afasta de pronto a absurda ideia de que a obrigação dos administradores de companhias para com os acionistas seria de resultado, tornando-se indiscutível que esta configura-se, em verdade, de meio.

No sistema de obrigações adotado pelo ordenamento jurídico pátrio, no que diz respeito à obrigação de meio, o devedor promete despender sua energia e empregar seus conhecimentos para a obtenção de determinado resultado, sem, no entanto, responsabilizar-se por ele, mas apenas com o meio que vai persegui-lo.<sup>114</sup>

Já no que se refere à obrigação de resultado, o devedor promete não só tentar alcançar um determinado resultado, mas a obtê-lo, de modo que este se exonera apenas quando o fim prometido é alcançado – não o sendo, é considerado inadimplente, devendo, portanto, responder pelos prejuízos decorrentes do insucesso.<sup>115</sup>

Nas palavras de Caio Mário da Silva Pereira, “nas obrigações de resultado, a execução considera-se atingida quando o devedor cumpre o objetivo final; nas de meio, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções, a que alguém se comprometeu, sem se cogitar no resultado final.”<sup>116</sup>

Assim sendo, resta límpido que os efeitos do inadimplemento configuram-se como traço distintivo entre essas duas modalidades de obrigação.<sup>117</sup>

A obrigação dos administradores de companhias para com os seus acionistas trata-se, portanto, de meio, na medida em que, uma vez observada a boa-fé e os seus deveres na tomada de decisão, independentemente do resultado, estes estarão exonerados de qualquer responsabilidade sobre os prejuízos causados pelo inadimplemento.

Em outras palavras, os administradores obrigam-se apenas a adotar o comportamento apropriado para a consecução de determinado fim, não se responsabilizando pela efetiva obtenção do resultado a que se propõe alcançar.<sup>118</sup>

---

<sup>114</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**. 10.ed. São Paulo: Saraiva, 2013, vol. 2, p. 191.

<sup>115</sup> *Ibidem*, p. 192.

<sup>116</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 27.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015, vol. 2, p. 47.

<sup>117</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. *Op. cit.*, 2013, vol. 2, p. 192.

O fato da companhia sofrer prejuízos não revela se o administrador falhou no cumprimento dos seus deveres. Não raras vezes, aliás, os reflexos da excelência do gestor evidenciam-se na obtenção de prejuízos menores do que os que poderiam ter se concretizado sob a gestão de terceiros.<sup>119</sup>

Bem assim, auferir lucros não se presta a esclarecer se o administrador portou-se em conformidade com o padrão de conduta legal, já que estes podem ser frutos da assunção de riscos desinformados, de operações estranhas ao objeto social, de meios ilícitos, ou simplesmente não corresponderem aos lucros mais expressivos que a companhia poderia alcançar sob a gestão de um administrador que agisse em conformidade com os seus deveres.<sup>120</sup>

É que a administração da companhia trata-se da arte do possível, repleta de alternativas imperfeitas e justamente por tal razão a legislação e a jurisprudência têm cuidado de temperar a responsabilidade dos administradores, desvinculando-a do êxito das suas ações.<sup>121</sup> Senão, veja-se o quanto entendido pelo Superior Tribunal de Justiça:

DIREITO EMPRESARIAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. SOCIEDADE ANÔNIMA. DIRETORIA. ATOS PRATICADOS COM EXCESSO DE PODER E FORA DO OBJETO SOCIAL DA COMPANHIA (ATOS ULTRA VIRES). RESPONSABILIDADE INTERNA CORPORIS DO ADMINISTRADOR. RETORNO FINANCEIRO À COMPANHIA NÃO DEMONSTRADO. ÔNUS QUE CABIA AO DIRETOR QUE EXORBITOU DE SEUS PODERES. ATOS DE MÁ GESTÃO. RESPONSABILIDADE SUBJETIVA. OBRIGAÇÃO DE MEIO. DEVER DE DILIGÊNCIA. COMPROVAÇÃO DE DOLO E CULPA. INDENIZAÇÃO DEVIDA. RESSALVAS DO RELATOR. [...]

9. Por atos praticados nos limites dos poderes estatutários, o administrador assume uma responsabilidade de meio e não de resultado, de modo que somente os prejuízos causados por culpa ou dolo devem ser suportados por ele. **Daí por que, em regra, erros de avaliação para atingir as metas sociais não geram responsabilidade civil do administrador perante a companhia, se não ficar demonstrada a falta de diligência que dele se esperava (art. 153 da LSA).**<sup>122</sup>

(Grifou-se)

Tem-se, a título ilustrativo, a responsabilidade civil do médico. Ora, sendo a obrigação do médico em face dos seus pacientes uma obrigação de meio, eventuais danos causados à estes só serão indenizáveis na hipótese de o médico agir com culpa quanto aos métodos e

<sup>118</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132.

<sup>119</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>120</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Op. cit.*, 2009, p. 133-134.

<sup>121</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1104.

<sup>122</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.349.233/SP – Proc. (2012/0113956-5). Recorrente: Luiz Augusto Müller. Recorrido: Benedito Augusto Müller. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília, DJe 05 fev. 2015. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num\\_registro=201201139565&dt\\_publicacao=05/02/2015](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201201139565&dt_publicacao=05/02/2015)>. Acesso em: 15 maio 2016.

procedimentos eleitos por ele para alcançar a cura do paciente. Isto posto, tem-se que, do contrário, tendo o médico observado todos os deveres inerentes à sua profissão e se inspirado no princípio da boa-fé, não haverá responsabilidade civil, independentemente do resultado, mesmo que daí decorram eventuais prejuízos.<sup>123</sup>

A analogia se faz ainda mais pertinente na medida em que pode-se entender o mercado como sendo tão imprevisível quanto o organismo humano. Ora, em ambos cenários, não importa o quanto o administrador e o médico se debrucem sobre o quadro apresentado e revistam suas atitudes de boa-fé na busca pelo êxito: o resultado dos seus atos, quando combinados com o mercado e o organismo humano, respectivamente, invariavelmente será imprevisível; no primeiro caso diante da instabilidade do mercado, e, no segundo, em face das peculiaridades de cada organismo humano.

Em contrapartida, não se pode admitir que uma vez reconhecida a obrigação de meio dos administradores de companhia e, portanto, o risco como álibi do prejuízo, implique a outorga de um “cheque em branco” ao gestor que, mesmo não se obrigando pelo resultado, deve agir revestido de boa-fé e em consonância aos limites da lei e do estatuto.<sup>124</sup>

---

<sup>123</sup> FERREIRA NETO, Ermiro. Lealdade, diligência e a *business judgment rule*: elementos para uma análise à luz do direito brasileiro. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 145.

<sup>124</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 468.

### 3 A BUSINESS JUDGMENT RULE

Uma vez percorrido os corredores da administração das companhias, passa-se à análise da *business judgment rule*, com o propósito de afastar as controvérsias que permeiam a regra, de modo a sedimentar pressupostos robustos e viabilizar, mais adiante, uma discussão acerca da possibilidade da governança corporativa ser utilizada como parâmetro para a sua aplicação.

#### 3.1 AS RAZÕES

Os deveres e as responsabilidades dos administradores constituem questão de maior relevância na estrutura das companhias e de extrema sensibilidade, haja vista a fragmentação entre propriedade e gestão, de sorte que eventuais desequilíbrios nesta equação podem comprometer a eficiência da companhia. Este fenômeno seguramente é um dos protagonistas pelo êxito e pela ruína das companhias e o tratamento desta conjuntura constitui um desafio permanente dos legisladores, dos intérpretes, bem como dos julgadores.<sup>125</sup>

Uma vez delegada a gestão, passa-se das mãos dos acionistas para as dos administradores – seja pela exigência de uma equipe relativamente ágil para uma tomada de decisão eficaz, seja pela falta de interesse dos acionistas em gerir a companhia, ou mesmo por não possuírem a *expertise* necessária para o fazer.<sup>126</sup>

Nesta senda, os administradores detêm substancial poder e, por vezes, o verdadeiro domínio da companhia, em razão de não raro absentéismo dos acionistas.<sup>127</sup> Eis que tal liberdade encontra limite nos seus deveres e tem, em contrapartida, a responsabilidade.

A ampliação ou a restrição da responsabilidade dos administradores acarreta uma série de consequências no desenvolvimento das companhias. É dizer, ao restringir as possibilidades de responsabilização dos administradores, aumenta-se a ousadia destes em suas tomadas de decisão, e, se por um lado elevam-se os riscos de eventuais prejuízos por decisões insatisfatórias, por outro majora-se consideravelmente as chances de obter grandes lucros com decisões de sucesso, na medida em que o risco e o lucro estão intrinsecamente ligados numa escala inversamente proporcional.

Ora, a companhia consiste em uma técnica organizacional própria da atividade de risco e do

---

<sup>125</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1084.

<sup>126</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 299.

<sup>127</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*



capitalismo, devendo assim ser reconhecida e, mais do que isso, tratada. Investe-se nas companhias com a ciência do risco ali envolvido. Com efeito, este é inerente ao mundo dos negócios, em geral, e ao mundo das companhias, em particular, não sendo por outra razão, aliás, que o êxito da sociedade anônima encontra-se diametralmente relacionado à limitação da responsabilidade dos acionistas.<sup>128</sup>

Sendo assim, pensar que os lucros advindos de uma decisão de sucesso seriam direcionados à companhia, enquanto que os prejuízos provenientes de uma decisão desastrosa iria atingir pessoalmente os administradores, explica a relação de causa e efeito entre o grau de responsabilidade dos administradores e o arrojo nas suas tomadas de decisão.

Ademais, sujeitos probos, engajados e capazes deixariam de se candidatar ao exercício dessa atividade, receosos em razão das regras de responsabilização no contexto mercantil, deixando esta função a cargo dos aventureiros; ou se o fizesse, quando eleitos, desempenhariam suas atribuições buscando, antes de qualquer coisa, a sua não responsabilização por prejuízos causados à companhia, comprometendo o desenvolvimento desta.<sup>129</sup> Seriam excessivamente conservadores na sua gestão, de modo a proteger o patrimônio pessoal, o que culminaria no engessamento de uma função que, ao longo da história, revelou-se marcada pela possibilidade de inovação.

Aliás, se os acionistas estiverem insatisfeitos com os resultados percebidos pela administração, podem destituir os gestores dos seus respectivos cargos a qualquer tempo – já que por eles eleitos e, do mesmo modo, passíveis de exoneração.<sup>130</sup>

Deste modo, o fundamento para a responsabilização de administradores pelo prejuízo decorrente de uma decisão insatisfatória seria apenas direcionado àqueles que, por exemplo, tomam decisões complexas com base em informações parciais e incorretas, sendo a falta de informação um dos fatores principais para responsabilização dos administradores pelas decisões tomadas.<sup>131</sup>

Por outro lado, os administradores que, observando todos os deveres atinentes às suas atribuições, bem como agindo revestidos de boa-fé, tomaram decisões que, mais adiante, tiveram resultados desastrosos, não podem – tampouco devem – ter o mesmo fim.

---

<sup>128</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1092.

<sup>129</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>130</sup> BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009, vol. I, p. 40.

<sup>131</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 13.

Sendo assim, torna-se imprescindível garantir que estes não respondam por prejuízos que não lhes possam ser diretamente imputados, de modo a conceder necessária e destemida – porém responsável – liberdade de decisão na busca pela maximização de valorização e lucros para a companhia.<sup>132</sup> Eis que, para tanto, surge a *business judgment rule*.

### 3.2 O SURGIMENTO E O DESENVOLVIMENTO NA JURISPRUDÊNCIA NORTE-AMERICANA

Os primeiros traços da *business judgment rule* podem ser extraídos de julgados dos tribunais ingleses a partir do caso *Charitable Corporation vs. Sutton*, em 1742, ocasião em que restou entendido que, após advirem más consequências da execução de determinado ato no exercício de poder de administração, não há como um “mero” julgamento posterior dizer se os administradores anteviram, à época em que praticaram o ato, o que necessariamente iria acontecer – e, logo, se incorreram em quebra de confiança.<sup>133</sup>

Tais traços só começaram a adquirir forma, contudo, na jurisprudência norte-americana, desde o caso *Percy vs. Millaudon*, em 1829, quando pode-se dizer que efetivamente surgiu a *business judgment rule*.<sup>134</sup> Nesta oportunidade, a Suprema Corte de Louisiana determinou que, quando da decisão desastrosa de um administrador, o prejuízo por si só não tem o condão de responsabilizá-lo, já que imprescindível, para tanto, restar provada a prática de um ato inadmissível ao padrão do homem médio – que não o praticaria em circunstâncias semelhantes.<sup>135</sup> Em outras palavras, o reconhecimento da negligência configurou-se pressuposto preliminar para eventual questionamento da decisão do administrador.<sup>136</sup>

Daí em diante os traços da *business judgment rule* foram ficando cada vez mais fortes, ensejando formas mais robustas, ainda nos tribunais norte-americanos, em especial do Estado de Delaware<sup>137</sup> – não por acaso, já que tanto a moderna legislação societária, quanto a desenvolvida jurisprudência, facilitam o planejamento dos negócios, concentrando aí as

---

<sup>132</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 465.

<sup>133</sup> *Ibidem*, p. 469.

<sup>134</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>135</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 141.

<sup>136</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Op. cit.*, 2015, vol. 2, p. 469.

<sup>137</sup> RIBEIRO, Júlio César de Lima. A transposição da *business judgment rule* para o regime da responsabilidade de administradores em Portugal e no Brasil. **Revista dos tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nov. 2013, vol. 937, p. 394.

empresas do país e, por consequência, os conflitos envolvendo as decisões dos seus respectivos gestores.<sup>138</sup>

No caso *Godbold vs. Branch Bank*, em 1847, a Suprema Corte do Alabama estabeleceu que se os administradores fossem responsabilizados por todos os erros praticados na condução dos negócios, mesmo devidamente informados e nos limites da legalidade, nenhum homem prudente aceitaria o cargo da administração, já que sujeito a tamanho risco.<sup>139</sup>

A Suprema Corte de Delaware, em 1984, no caso *Aronson vs. Lewis*, decidiu que a *business judgment rule* é uma presunção de que a decisão está sendo tomada baseada em informações, em consonância com a boa-fé e em observância aos interesses da companhia.<sup>140</sup> Esclareceu, em 1993, no caso *Cede & Co. vs. Technicolor*, que para tal presunção ser afastada, teria que restar demonstrada a violação do *duty of care* (dever de diligência) e do *duty of loyalty* (dever de lealdade).<sup>141</sup> Apontou, em 1997, no caso *Brazen vs. Bell Atlantic Corp.*, que os tribunais respeitam as decisões dos administradores tomadas a partir de um processo adequado, não as submetendo a um “teste de razoabilidade”.<sup>142</sup> Prescreveu, em 2000, no caso *Brehm vs. Eisner*, que os tribunais não avaliam, ponderam ou quantificam tais decisões.<sup>143</sup> Sendo assim, ainda que a decisão, com o passar do tempo, demonstre-se inadequada, o que deve ser objeto de análise é o processo utilizado para se chegar até ela – e não a decisão em si.<sup>144</sup>

Contornos, portanto, delineados. Isto não significa, todavia, que a combinação desses traços resultou em um desenho uniforme – longe disso: em que pese a discussão de longa data, zonas de penumbra permeiam a regra.

---

<sup>138</sup> BLACK, Lewis S. **Por que as sociedades escolhem Delaware**. Delaware: Delaware Department of State, 2007, p. 10.

<sup>139</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 141.

<sup>140</sup> *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984). Disponível em: <<https://casetext.com/case/aronson-v-lewis>>. Acesso em: 01 out. 2016.

<sup>141</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. **Revista dos tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, mar. 2015, vol. 953, p. 55.

<sup>142</sup> *Brazen vs. Bell Atlantic Corp.*, 695 A.2d 43 (Del. 1997). Disponível em: <<https://casetext.com/case/brazen-v-bell-atlantic-corp>>. Acesso em: 01 out. 2016.

<sup>143</sup> *Brehm vs. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Disponível em: <<https://casetext.com/case/brehm-v-eisner>>. Acesso em: 01 out. 2016.

<sup>144</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 31.

Não por outro motivo, aliás, que paralelamente aos julgados supracitados, algumas organizações americanas se esforçaram para codificar a *business judgment rule*,<sup>145</sup> com vistas a orientar o entendimento em um só sentido.

Editou-se, assim, a *Revised Model Business Corporation Act*, bem como o *Corporate Governance Principles of American Law Institute*, que tratam-se de normas de *soft law* (direito suave), que constituem meras recomendações, já que isentas de qualquer força vinculativa.<sup>146</sup> Tais recomendações elencam os elementos exigidos para a aplicação da *business judgment rule* – os quais serão objeto de análise mais adiante.<sup>147</sup>

As normas de *soft law*, apesar de auxiliarem na aplicação da regra, dirimindo algumas questões, devem ser utilizadas com cautela, vez que se entendeu que pelo fato dos elementos que configuram a *business judgment rule* – bem como as circunstâncias da sua aplicação –, estarem em constante desenvolvimento na jurisprudência, não seria desejável congelar os seus respectivos conceitos.<sup>148</sup>

### 3.3 A REGRA

Por se tratar de uma construção jurisprudencial, a qual foi pensada de acordo com as peculiaridades de cada caso concreto, algumas concepções acerca da *business judgment rule* foram criadas – e não apenas uma –, tratando-se, pois, de um tema bastante controvertido.

Antecipa-se, no entanto, que por qualquer um dos ângulos que se olhe para a *business judgment rule*, a *ratio* se faz cristalina: “proteger a discricionariedade decisória de administradores bem intencionados, eximindo-os do dever de indenizar por eventuais prejuízos gerados à companhia.”<sup>149</sup>

Douglas M. Branson acredita que, não obstante o emprego do termo “regra” em sua denominação, a *business judgment rule* não se trata de uma regra propriamente dita, posto que não exige dos administradores que façam ou deixem de fazer algo – ou seja, falta-lhe conteúdo obrigatório para tanto. Assim sendo, entende que se trata, em verdade, de um *standard judicial review* (padrão de revisão judicial), implicando apenas numa ligeira revisão

---

<sup>145</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 145.

<sup>146</sup> *Ibidem*, p. 1.

<sup>147</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 477.

<sup>148</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Op. cit.*, 2007, p. 145.

<sup>149</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. **Revista dos tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, mar. 2015, vol. 953, p. 55.

das decisões negociais, ou ainda de um *standard judicial non-review* (padrão de não revisão judicial), não ensejando a revisão do mérito das decisões negociais tomadas pelos administradores.<sup>150</sup>

Lori McMillan compreende a *business judgment rule* como uma *immunity doctrine* (doutrina da imunidade) e, para fundamentar sua concepção, utiliza-se do poema de James Whitcomb Riley, segundo o qual “*When I see a bird that walks like a duck and swims like a duck and quacks like duck, I call that bird a duck*”. É que, para a referida autora, “*the business judgment rule ‘walks’ like an immunity, ‘swims’ like a immunity, and ‘quacks’ like an immunity*” na medida em que “*It has the same policy underpinnings as an immunity, the same procedure as an immunity (at last in some courts), and has the same effect as an immunity*”, razão pela qual seria uma imunidade.<sup>151</sup>

Perfilhando o dicionário, é possível verificar que imunidade nada mais é do que o “conjunto de privilégios, vantagens ou isenções de ônus ou encargos, concedidos a certas pessoas em razão de cargo ou função exercida.”<sup>152</sup>

De fato, a *business judgment rule* isenta dos ônus e encargos decorrentes de uma decisão desastrosa aqueles que ocupam a função de administrar a companhia quando respeitados os seus elementos – os quais serão objeto de análise logo adiante –, porquanto impede a responsabilização destes, indo ao encontro, assim, do significado da palavra “imunidade”. Não se deve olvidar, no entanto, o abismo que existe entre “privilégio” e “prerrogativa”.

Com efeito, entende-se por prerrogativa de função aquilo que é concedido como necessário ao exercício de um cargo, diferentemente do privilégio pessoal, que acaba sendo um “brinde” destinado a um sujeito.<sup>153</sup> Assim, uma vez que a imunidade concedida pela *business judgment rule* se faz imprescindível para o administrador gerir a companhia, entende-se que se trata de uma prerrogativa, afastando o termo “privilégio”.

---

<sup>150</sup> BRANSON, Douglas M. The rule that isn't a rule – the business judgment rule. **Valparaiso university law review**. Valparaiso: ValpoScholar, 2002, vol. 36, n. 3, p. 631.

<sup>151</sup> Tradução livre: Quando eu vejo um pássaro que anda como um pato e nada como um pato e “quacks” como um pato, eu chamo esse pássaro de pato./ A *business judgment rule* “anda” como uma imunidade, “nada” como uma imunidade, e “quacks” como uma imunidade./ Ela tem as mesmas bases políticas de uma imunidade, o mesmo procedimento de uma imunidade (pelo menos, em alguns tribunais), e tem o mesmo efeito de uma imunidade. (MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary business law review**. Williamsburg: William & Mary Law School Scholarship Repository, 2013, vol. 4, n. 2, p. 574).

<sup>152</sup> HOUAISS, Antônio; FRANCO, Francisco Manoel de Mello; VILLAR, Mauro de Salles. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Objetiva, 2001, p. 1587.

<sup>153</sup> GOMES, Luiz Flávio; BIANCHINI, Alice. **Das imunidades e prerrogativas dos parlamentares**. Jusbrasil. p. 1. Disponível em: <<http://professoraalice.jusbrasil.com.br/artigos/315644894/das-imunidades-e-prerrogativas-dos-parlamentares>>. Acesso em: 27 out. 2016.

Logo, entende-se pelo caráter de imunidade da *business judgment rule* na condição de “prerrogativa de função”, o que acredita-se não afastar a possibilidade de reconhecer os moldes delineados por outras concepções.

Dentre os tantos outros pontos de vista criados acerca da *business judgment rule*, destacam-se dois: o *standard of liability* (padrão de responsabilidade) e a *abstention doctrine* (doutrina da abstenção), cuja divergência se faz especialmente no que tange à margem de sindicabilidade outorgada aos tribunais para analisar a decisão do administrador.<sup>154</sup>

Pelo *standard of liability*, o qual é bastante assentido, especialmente pelos membros da Suprema Corte de Delaware,<sup>155</sup> para o administrador fazer jus à proteção da *business judgment rule*, o preenchimento dos elementos que a configuram devem estar em evidência, não sendo presumidos.<sup>156</sup> Já a partir da *abstention doctrine*, defendida por Stephen M. Bainbridge, para o administrador não pleitear a prerrogativa da *business judgment rule*, deve restar comprovado o não atendimento dos elementos que a configuram, já que presumidos.<sup>157</sup>

Neste sentido, “*the difference between the two positions essentially comes down to the order of the requirements, and who has the burden of establishing the existence of the factors that would grant or deny business judgment rule protection*”.<sup>158</sup>

Pode-se entender, portanto, que para a *standard of liability* a regra é a análise dos tribunais acerca da decisão negocial, sendo afastada apenas quando os elementos que ensejam a *business judgment rule* restarem preenchidos, conferindo, portanto, maior margem de sindicabilidade para os tribunais. Por outro lado, para a *abstention doctrine* a regra é a aplicação da *business judgment rule*, de modo que, para a decisão negocial ser objeto de análise dos tribunais, deve restar provada a não observância dos seus elementos, concedendo maior segurança para os administradores.

Levando em consideração que (i) os assentos da administração são ocupados por membros eleitos pelos acionistas, tendo a confiança dos seus eleitores como ponto em comum, e (ii)

---

<sup>154</sup> RIBEIRO, Júlio César de Lima. A transposição da *business judgment rule* para o regime da responsabilidade de administradores em Portugal e no Brasil. **Revista dos Tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nov. 2013, vol. 937, p. 394.

<sup>155</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. Los Angeles: Law & Economics Research Paper Series, 2003, n. 3, p. 1.

<sup>156</sup> MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary business law review**. Williamsburg: William & Mary Law School Scholarship Repository, 2013, vol. 4, n. 2, p. 521.

<sup>157</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, 2003, p. 8.

<sup>158</sup> Tradução livre: A diferença entre as duas posições se resume essencialmente à ordem dos requisitos, e quem tem o ônus de estabelecer a existência dos fatores que concederiam ou negariam a proteção da *business judgment rule*. (MCMILLAN, Lori. *Op. cit.*, 2013, vol. 4, n. 2, p. 521).

todos os elementos da *business judgment rule* têm a confiança como base – conforme será apreciado mais adiante –, não há como os elementos da *business judgment rule*, que, repisa-se, depreendem-se da confiança, não serem presumidos quando do exercício da função daqueles que foram eleitos justamente a título de confiança. Por esta razão é que se filia à concepção da *abstention doctrine*.

Acredita-se, assim, que a *business judgment rule* trata-se de uma regra que imuniza os administradores, na medida em que impede a responsabilização destes, quando suas decisões, tomadas em nome da companhia, se fazem desastrosas, só sendo afastada na hipótese de não observância dos seus elementos no processo de decisão, porquanto presumidos.

### 3.4 OS ELEMENTOS UTILIZADOS COMO PARÂMETRO

Para além dos elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* serem os pressupostos para esta restar configurada, revestindo-os, por si só, de grande relevância, pode-se entender ainda que estes carregam consigo o que a regra pretende proteger e, portanto, preservar no âmbito empresarial.

Como elementos da *business judgment rule*, intuitivo é que estes são extraídos da mesma fonte em que os seus traços foram delineados: da construção jurisprudencial e das tentativas de codificação. Sendo assim, do mesmo modo que pairam discussões sobre a *business judgment rule* em si, acerca dos seus elementos, por assim constituírem peças fundamentais da regra, não há uma sedimentação, mas uma direção que, ao menos, aponta para uma mesma tendência.

Isto posto, uma vez que se adota o entendimento no sentido de que a *business judgment rule* é uma presunção de que a decisão negocial foi tomada de modo desinteressado e independente, com base nas devidas informações e revestida de boa-fé, acreditando honestamente que, a partir dela, perseguiu-se os melhores interesses da companhia, é que se tem como elementos: (i) decisão negocial; (ii) lealdade; (iii) diligência; e (iv); boa-fé;<sup>159</sup> conforme restará demonstrado.

---

<sup>159</sup> BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009, vol. I, p. 86.

Alguns entendem ainda que o abuso de discricionariedade constituiria um quinto elemento.<sup>160</sup> Com a devida *venia*, rechaça-se desde logo esta ideia, em que pese reconhecer a legitimidade nela resguardada – proteger a companhia. É que, utilizando-o como parâmetro, as decisões consideradas manifestamente irrazoáveis ou insensatas para os negócios da companhia não fariam jus à tutela da *business judgment rule*,<sup>161</sup> sob o fundamento de que um processo decisório idôneo não poderia levar a resultados tão absurdos, motivo pela qual a manifesta irrazoabilidade ou insensatez da decisão revelaria o descumprimento de um dos outros elementos, notadamente, a diligência.<sup>162</sup>

No entanto, entende-se que o abuso de discricionariedade, por assim fundamentar-se, condicionaria a aplicação da regra ao preenchimento de um outro elemento, que não ele próprio. É dizer, a *business judgment rule* restaria afastada não pelo abuso de discricionariedade em si, mas por daí presumir-se um processo decisório que inobservou a diligência necessária. O que leva a entender, portanto, que o abuso de discricionariedade constituiria, em verdade, uma presunção do não preenchimento de um elemento, e não o próprio elemento.

Ademais, é de se afastar tal ideia pelo fato de que, para determinar se uma decisão seria manifestamente irracional ou insensata, exige-se a análise da decisão, penetrando, pois, no exame do seu mérito.<sup>163</sup> Assim, tem-se que, uma vez que o processo da tomada de decisão tenha observado os outros elementos, não se justifica a análise do mérito da decisão, já que iria de encontro à própria razão de ser da *business judgment rule*, porquanto incompatível com as suas premissas.<sup>164</sup>

Neste diapasão, isto não pode ser admitido, na medida em que inverteria a própria lógica em que consiste a regra: ao invés de analisar o processo decisório para se chegar a uma conclusão acerca da decisão, examinaria a decisão para concluir acerca do processo da tomada de decisão.

Isto posto, uma vez que haja decisão negocial desinteressada e independente, tomada de modo devidamente informado e guiada pela boa-fé, o administrador pode se valer da proteção da

---

<sup>160</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 207.

<sup>161</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 111.

<sup>162</sup> FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de s/as**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 339.

<sup>163</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, 2014, p. 111.

<sup>164</sup> *Ibidem*, p. 112.



*business judgment rule*. Não resta inserido neste rol, assim, a medida, o peso, tampouco a razoabilidade e a sensatez da decisão negocial,<sup>165</sup> já que dizem respeito ao mérito.

Em outras palavras, a presunção da *business judgment rule* não pode ser afastada pela constatação de que a decisão negocial do administrador foi desarrazoada ou insensata, mas apenas se restar provado que o processo da tomada de decisão inobservou algum dos seus elementos.<sup>166</sup>

Deste modo, nas palavras de Richard P. Wolfe,

*If, but only if, the facts pled by the plaintiff would be sufficient to rebut the pro-director presumption of the business judgment rule, will a court allow discovery sufficient to establish on motion practice the possibility that, at a trial on the merits, the plaintiff can prove those facts.*

*If the plaintiff is unable to meet this burden, the rule requires the court to dismiss the case with prejudice, which automatically means the directors cannot be held liable in damages for losses suffered by the corporation as a result of their challenged business decision.*

*If, per contra, the plaintiff does meet this burden, the court would normally proceed to a trial on the merits. Unless previously resolved on motion practice, the first issue at trial is whether the presumption of the business judgment rule in favor of the directors has been overcome, and on that question the plaintiff has the burden of proof. If the plaintiff prevails on that issue, the burden shifts to the defendant directors to prove the entire fairness to the corporation of the challenged transaction.<sup>167</sup>*

Assim sendo, “*due care in the decision making context is process due care only*”.<sup>168</sup>

### 3.4.1 Decisão negocial

Para se pensar na possibilidade da aplicação da *business judgment rule*, intuitivo é que se deve estar diante de uma decisão negocial da administração da companhia, posto que se trata do próprio objeto de proteção da regra.

---

<sup>165</sup> Brehm vs. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Disponível em: <<https://casetext.com/case/brehm-v-eisner>>. Acesso em: 01 out. 2016.

<sup>166</sup> WOLFE, Richard P. The fiduciary duty of directors and officers under the Louisiana business corporation act of 2014. **Loyola law review**. New Orleans: Loyola University New Orleans, 2014, vol. 60, p. 534-535.

<sup>167</sup> Tradução livre: Se, e somente se, os fatos alegados pelo requerente forem suficientes para refutar a presunção da *business judgement rule* pró-conselheiros, a corte permitirá a produção probatória para que se possa confirmar os fatos alegados. Se o requerente não estiver apto a suportar o ônus probatório, a regra requer que a corte recuse o caso, o que automaticamente significa que os conselheiros não podem ser responsabilizados por danos e perdas sofridas pela companhia como resultado das suas desafiadoras decisões negociais. Se, por outro lado, o requerente desincumbir-se do ônus probatório, a corte procede ao julgamento do mérito. A menos que previamente resolvida no requerimento em andamento, a primeira questão no julgamento é se a presunção da *business judgement rule* que favorece os conselheiros foi superada, e neste ponto o requerente tem o encargo de provar. Se o requerente se livra do encargo, este passa para os defensores dos conselheiros, que devem provar a inteira justiça da transação contestada para a companhia. (*Ibidem*, p. 534).

<sup>168</sup> Tradução livre: O devido cuidado no contexto da tomada de decisão se resume ao devido cuidado no processo. (Brehm vs. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Disponível em: <<https://casetext.com/case/brehm-v-eisner>>. Acesso em: 01 out. 2016).

Resta desanuviada, portanto, a abrangência dos atos comissivos dos administradores, já que, quando no sentido de agir, se faz límpido tratar-se de uma efetiva decisão. O que se torna imperioso esclarecer é o alcance do amparo da regra no que tange aos atos omissivos, uma vez que estes nem sempre advêm de uma efetiva decisão.

Sendo assim, são passíveis da blindagem da regra apenas os atos omissivos conscientes, haja vista que apenas nesta hipótese fazem-se resultados de uma decisão: a decisão de não agir.<sup>169</sup>

Em outras palavras, “*judgment must have been made*”.<sup>170</sup>

Deve-se grifar, contudo, que a *business judgment rule* cuida apenas de escudar atos *intra vires*, na medida em que “essa decisão deve obrigatoriamente estar dentro do espectro de competência e ação regulares do administrador, mormente no que se refere à legalidade e conformidade com o estatuto social, em especial aos limites do seu objeto”.<sup>171</sup>

### 3.4.2 Lealdade

Para além de estar diante de uma decisão negocial da administração da companhia, o gestor deve tê-la tomado em observância ao *duty of loyalty* (dever de lealdade), é dizer, a deliberação deve ser desinteressada e independente para poder se valer da *business judgment rule*,<sup>172</sup> haja vista o comprometimento do discernimento do administrador quando há o envolvimento de interesses pessoais, bem como a influência em sua capacidade de discricionariedade na hipótese de dependência.<sup>173</sup>

O desinteresse exige a inexistência da expectativa de benefícios financeiros ou de qualquer outra vantagem pessoal, tangível ou intangível, proveniente da decisão, na medida em que os administradores não podem estar dos dois lados de uma mesma operação.<sup>174</sup> Assim sendo, a

---

<sup>169</sup> WOLFE, Richard P. The fiduciary duty of directors and officers under the Louisiana business corporation act of 2014. **Loyola law review**. New Orleans: Loyola University New Orleans, 2014, vol. 60, p. 534.

<sup>170</sup> Tradução livre: O julgamento deve ter sido feito. (EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham law review**. New York: The Fordham Law Archive of Scholarship and History, 1993, vol. 62, p. 441).

<sup>171</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 478.

<sup>172</sup> *Ibidem*, p. 479.

<sup>173</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 195-196.

<sup>174</sup> GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of law and commerce**. Pittsburgh: University of Pittsburgh School of Law, 1987, vol. 7, p. 228.

regra não é aplicada nas hipóteses em que a decisão negocial é atacada e resta demonstrado que os administradores têm interesses outros que não apenas os da companhia.<sup>175</sup>

Insta gizar que o desinteresse não se confunde com a indiferença, tampouco que este resta caracterizado pelo fato, por si só, do administrador ser proprietário de ações na companhia, já que neste caso faz-se imprescindível que o administrador sobreponha seu interesse ao dos outros acionistas.<sup>176</sup>

A independência requer seja a decisão baseada nos méritos da companhia antes mesmo de considerações ou influências da administração.<sup>177</sup> Não há que se falar na aplicação da regra, portanto, quando pairar, sobre os administradores, domínio ou controle de credores ou pessoas, jurídicas ou naturais, interessadas na decisão negocial que possa influenciar a sua capacidade de discricionariedade.<sup>178</sup>

No entanto, é de se frisar que o domínio ou o controle do capital da companhia por si só não suscita a questão da independência do administrador, tampouco ataca a presunção da *business judgment rule*, já que o fato da sociedade ter um controlador não pressupõe o domínio ou controle dos administradores pelo acionista majoritário. Nesta senda, para atacar a decisão negocial sob o fundamento da dependência do administrador, deve restar demonstrado que o administrador agiu em benefício do controlador, não sendo suficiente a mera eleição ou indicação do administrador pelo acionista majoritário.<sup>179</sup>

### 3.4.3 Diligência

Não obstante ter uma decisão negocial da administração da companhia independente e desinteressada, o gestor deve tê-la tomado em consonância com o *duty of care* (dever de diligência), ou seja, a deliberação deve ser informada para fazer jus à aplicação da *business judgment rule*.<sup>180</sup> Ressalte-se, contudo, que não se exige do administrador o domínio de todas

---

<sup>175</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 195.

<sup>176</sup> *Ibidem*, p. 196-197.

<sup>177</sup> BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009, vol. I, p. 100.

<sup>178</sup> BLOK, Marcella. *Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas*. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 2009, vol. 46, p. 145.

<sup>179</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Op. cit.*, 2007, p. 196.

<sup>180</sup> HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 691.

as informações que giram em torno do objeto da decisão, mas tão-somente aquelas – e todas aquelas – que forem relevantes e razoavelmente acessíveis.<sup>181</sup>

A diligência, portanto, relaciona-se intimamente e especificamente com o embasamento da decisão, restando preenchido, assim, se o administrador tiver reunido e analisado devidamente as informações pertinentes à matéria a ser deliberada.<sup>182</sup>

Randy J. Holland esclarece que informações, declarações e relatórios fornecidos por consultores selecionados com o cuidado razoável, desde que se esteja confiando de boa-fé, fazem dos administradores bem informados.<sup>183</sup>

Na hipótese da decisão não ter sido devidamente investigada, resta configurada a *gross negligence* (negligência grosseira)<sup>184</sup> acarretando no afastamento da regra.

#### 3.4.4 Boa-fé

De mais a mais ter uma decisão negocial da administração da companhia independente e desinteressada, consubstanciada nas devidas informações, o gestor deve tê-la tomado inspirada pela boa-fé, logo, com vistas a atingir os melhores interesses da companhia.<sup>185</sup>

Torna-se imperioso distinguir, assim, os desdobramentos da boa-fé: a boa-fé objetiva e a boa-fé subjetiva.

A boa-fé objetiva trata-se de um *standard* que direciona o comportamento do agente aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do outro envolvido na relação jurídica. Assim, a boa-fé objetiva, por direcionar a valores, como princípio jurídico que também é, conduz o agente a um estado ideal das coisas, sendo esse estado ideal a ação proba, correta, leal, com o corolário adimplemento satisfativo.

---

<sup>181</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 104.

<sup>182</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: *business judgment rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 199.

<sup>183</sup> HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 691.

<sup>184</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>185</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 477.

Quando da sua aplicação, a boa-fé objetiva caracteriza ainda um instituto jurídico, porquanto produz normas jurídicas, isto é, comandos dotados de prescritividade.<sup>186</sup>

A boa-fé subjetiva, por sua vez, é compreendida como estado psicológico, é dizer, estado de consciência caracterizado pela ignorância do sujeito de estar a lesar interesses alheios, ou ainda íntima convicção, ainda que errônea, de estar agindo em consonância com o bom Direito. Diz-se subjetiva justamente por variar conforme a intenção do sujeito da relação jurídica, de modo que, se bem intencionado, diz-se norteado pela boa-fé subjetiva e, do contrário, pela má-fé.<sup>187</sup>

Entende-se que a boa-fé objetiva seria a raiz que origina os tantos outros deveres dos administradores, tendo em vista a sua aptidão para produção de normas jurídicas. Desse modo, a boa-fé subjetiva seria o elemento exigido para a aplicação da *business judgment rule*, haja vista que o que se requer para a aplicação da regra é justamente a intencionalidade do administrador em tomar a decisão acreditando estar o fazendo nos melhores interesses da companhia.

Este elemento constitui a terceira e última peça dos deveres fiduciários dos administradores, cujo conjunto a jurisprudência do Estado de Delaware denominou “*triad*” (tríade), já que formado pela lealdade – devido à imposição da independência e do desinteresse –, pela diligência – pela exigência da informação – e, por fim, pela boa-fé; sugerindo, portanto, a independência deste último no que se refere aos demais.<sup>188</sup>

A autonomia da boa-fé no que tange ao dever de diligência restou límpida a partir do caso *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, oportunidade em que se estabeleceu três hipóteses em que esta restaria violada:

[...] *first, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation; second, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law; and third, where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his or her duties.*<sup>189</sup>

Percebe-se, portanto, que a violação da diligência e da boa-fé distinguem-se pela presença ou

---

<sup>186</sup> COSTA, Judith Martins. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 1.ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 264.

<sup>187</sup> *Ibidem*, p. 261-262.

<sup>188</sup> HOLLAND, Randy J. Delaware director’s fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 694.

<sup>189</sup> Tradução livre: Primeiro, onde o fiduciário age com outro propósito que não o de promover os interesses da companhia; segundo, onde o fiduciário age no intento de violar a aplicação do direito positivo; e terceiro, onde o fiduciário falha intencionalmente para agir em face de um conhecido dever de agir, demonstrando consciente desconsideração sobre os seus deveres. (*Ibidem*, p. 696).

ausência da intencionalidade no resultado desastroso. Enquanto aquela refere-se à condutas negligentes, em que o administrador não reuniu as informações devidas, tampouco as analisou para ter dimensão dos perigos da sua decisão negocial, esta guarda relação com comportamentos intencionais, em que o administrador toma uma decisão negocial ainda que tenha ciência dos danos que ela acarretará.<sup>190</sup>

Desanuviada, portanto, a independência da boa-fé em relação ao dever de diligência, o que, aliás, vai ao encontro do quanto elucidado anteriormente neste ensaio, já que se compreende o dever de diligência como um *standard* suscetível de ser maculado por condutas culposas *stricto sensu*, é dizer, condutas isentas de má-fé.

No que se refere ao liame entre a boa-fé e o dever de lealdade, contudo, entende-se que não há como desentrelaçá-los. Isto porque o dever de lealdade constitui *standard* passível de violação por condutas dolosas, em que há a intencionalidade de causar o dano, ou seja, em que há a má-fé – o que é diametralmente oposto à boa-fé.

Logo, o administrador não tem como ser leal a menos que decida revestido de boa-fé, ou seja, acreditando que a sua deliberação direciona-se aos melhores interesses da companhia.<sup>191</sup>

A partir do caso *Stone vs. Ritter* compreendeu-se que, não obstante a boa-fé integrar a “*triad*” dos deveres fiduciários, sua inobservância não surte os mesmos efeitos que a violação do dever de diligência e do dever de lealdade, já que a responsabilidade em razão daquela seria apenas indireta, entendendo, pois, pela sua dependência em relação aos demais.<sup>192</sup> Ou seja, não basta a má intenção do administrador, já que imprescindível ter maculado efetivamente algum dos seus deveres.

Discussões à parte, “*whether or not there is a duty of good faith separate from the duties of care and loyalty, good faith is a prerequisite and key ingredient of the business judgment rule*”.<sup>193</sup>

---

<sup>190</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 111.

<sup>191</sup> HOLLAND, Randy J. Delaware director’s fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 698

<sup>192</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

<sup>193</sup> Tradução livre: Independentemente de haver ou não um dever de boa-fé separado dos deveres de diligência e de lealdade, a boa fé é um pré-requisito e um ingrediente-chave da *business judgment rule*. (BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009, vol. I, p. 330).

### 3.5 A RECEPÇÃO PELO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Não obstante a recepção da *business judgment rule* pelo ordenamento jurídico brasileiro ser pouco discutida, o entendimento majoritário aponta no sentido de que esta ocorreu através do §6º do art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas, sugerindo, pois, a sua “tropicalização”,<sup>194</sup> na medida em que a regra não teria sido acolhida nos mesmos moldes em que foi desenvolvida na jurisprudência norte-americana – teria sido adaptada.

Por outro lado, há uma corrente minoritária que sustenta a recepção da *business judgment rule* no sistema normativo pátrio a partir do *caput* do art. 158 da Lei das Sociedades por Ações, propondo que todos os elementos que compõem a *business judgment rule* teriam sido abrangidos pelo termo “ato de gestão”, de modo que a regra teria sido admitida na sua integralidade, dispensando qualquer adaptação.<sup>195</sup>

Torna-se imperioso, portanto, apreciar os fundamentos que ambas vertentes resguardam, com vistas a entender, afinal, como a *business judgment rule* foi acolhida pelo ordenamento jurídico brasileiro.

#### 3.5.1 A *business judgment rule* “tropicalizada”

Quando da edição da Lei das Sociedades por Ações, Waldirio Bulgarelli criticou o §6º do art. 159, que dispõe que “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”, nos seguintes termos:

[...] infeliz foi a lei das sociedades anônimas, ao conceder um verdadeiro *bill* de indenidade aos administradores culposos, no §6º do artigo 159 [...]. Pela sistemática geral do direito das obrigações, são fatores excludentes da responsabilidade apenas a força maior e o caso fortuito; agora, devem ser acrescidos, em tema de sociedade anônima, também a boa-fé e o fim visado. Seria ridículo, não fosse triste, e parece mesmo ser ambas as coisas, tal dispositivo, que ensejará por certo, tendo em vista inclusive a tendência sempre benévola dos nossos magistrados, que nenhum administrador de companhia, de ora em diante, venha a ser responsabilizado.<sup>196</sup>

---

<sup>194</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº 03/02 – Comissão de Inquérito. Indiciados: Arthur Yuwao Uenoyama, Arno Schindler e Friedel Schindler. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212\\_PAS\\_0302.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

<sup>195</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 143.

<sup>196</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1991, p. 177.

Alguns concordaram com seu diagnóstico técnico e frio; uma parcela substancial, contudo, rechaçou sua ilação, entendendo que o aludido parágrafo nada mais fizera do que recepcionar a *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro.<sup>197</sup>

Nesta senda, Luiz Antonio de Sampaio Campos, então diretor da CVM, no bojo do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02, entendeu que a Lei das Sociedades por Ações, numa “tropicalização” da *business judgment rule*, permitiu a exclusão da responsabilidade dos administradores de companhia quando verificado que, não obstante tenham violado a lei, agiram revestidos pela boa-fé e em direção aos melhores interesses da companhia, consoante ao que prevê o §6º do seu art. 159.<sup>198</sup>

Acentue-se que optou-se por empregar à *business judgment rule*, quando da sua recepção no ordenamento jurídico brasileiro, o termo “tropicalizada”, antecipando, pois, que esta experimentou adaptações – é dizer, não obedece, no Brasil, o quanto delineado nos Estados Unidos da América.

Dentre aqueles que adotam este raciocínio encontra-se Mariana Pargendler, que fundamenta essa corrente, sobretudo, sustentando que tanto a *business judgment rule*, como o §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações, têm a mesma *ratio*, qual seja, “tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se mostrar prejudiciais ou equivocadas *a posteriori*.”<sup>199</sup>

No entanto, com a devida *venia*, para além de se atentar aos objetivos perseguidos pela regra e pelo dispositivo, com vistas a alcançar uma conclusão acerca da recepção da *business judgment rule* pelo sistema normativo pátrio, torna-se imperioso analisar as técnicas que cada um se vale para tanto, bem como os elementos que os compõem, conforme bem o faz Pedro Henrique Castello Brigagão – caminho este que se passa a percorrer.<sup>200</sup>

Pois bem.

---

<sup>197</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 486.

<sup>198</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº 03/02 – Comissão de Inquérito. Indiciados: Arthur Yuwao Uenoyama, Arno Schindler e Friedel Schindler. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212\\_PAS\\_0302.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

<sup>199</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. **Revista dos tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, mar. 2015, vol. 953, p. 63.

<sup>200</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 130-137.



Pela regra, a técnica utilizada para proteger as decisões negociais que, ainda que desastrosas, foram tomadas de forma honesta e bem intencionada, é evitando que estas sejam revisadas quando não afastados os seus elementos – aqui, portanto, presumidos –, não havendo que se falar, assim, em exclusão da responsabilização do administrador, já que a mesma sequer existiu.<sup>201</sup>

A partir do dispositivo, no entanto, o meio percorrido para tutelar os administradores que, ainda que suas decisões se revelaram desastrosas, agiram honestamente e de forma bem intencionada, é excluindo a responsabilização destes. Isto pressupõe, portanto, a revisão da conduta do administrador, o seu julgamento e a sua responsabilização, para, só então, esta última ser excluída quando o julgador se convencer do preenchimento dos seus elementos – aqui, por assim dizer, requisitos.<sup>202</sup>

Logo, as técnicas não coincidem. É neste sentido, aliás, que entende Marcelo Vieira von Adamek:

Há quem veja, no caso, a aplicação da *business judgment rule*, mas, a nosso ver, aqui a situação é outra: o juiz já avançou até o ponto de considerar o administrador culpado (ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude e culpabilidade do agente, estabelecendo-as no caso concreto), mas, ainda assim, decide isentar o agente do dever de indenizar. A exclusão, portanto, ocorre *a posteriori*: todos os elementos do suporte fático são preenchidos, dá-se a incidência da regra e surge o dever de indenizar, mas, por intervenção do juiz, o administrador é isentado do dever de reparar o dano.<sup>203</sup>

Ermiro Ferreira Neto filia-se ao mesmo raciocínio ao sustentar que o objetivo do §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações, “não é evitar a sindicabilidade das decisões administrativas por parte do Poder Judiciário. Ao contrário, para se valer da prerrogativa de excluir a responsabilidade do administrador, antes deverá o magistrado, por óbvio, ter a reconhecido.” Neste sentido, aduz que o dispositivo em apreço assemelha-se mais a um critério *ope legis* de exclusão ou redução da responsabilidade civil, do mesmo modo que ocorre nos termos do parágrafo único do art. 944 do Código Civil, o qual dispõe que “se

---

<sup>201</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 136.

<sup>202</sup> *Ibidem, loc. cit.*

<sup>203</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, poderá o juiz reduzir, equitativamente, a indenização”.<sup>204</sup>

Destarte, a regra presume os seus elementos que, quando não afastados, impedem que a decisão negocial seja passível de revisão, protegendo-a e, conseqüentemente, blindando os administradores, que, nesse caso, sequer são responsabilizados. O dispositivo, no entanto, requisita os seus elementos que, quando preenchidos, excluem a responsabilidade dos administradores, oportunidade em que já houve a revisão da conduta do administrador, já houve o julgamento e já houve a responsabilização, protegendo, portanto, não a decisão do gestor – que será revisada de qualquer forma –, mas o administrador que terá a sua responsabilidade excluída.

Resta demonstrado, assim, que para além das técnicas não coincidirem, os próprios objetivos perseguidos também são outros, haja vista que a regra tem como escopo imediato a proteção das decisões negociais honestas e bem intencionadas e, como escopo mediato, a tutela dos seus administradores; enquanto que o escopo imediato do dispositivo não é a proteção das decisões negociais tomadas de forma honesta e bem intencionada, mas os administradores que estão por trás delas.

Logo, verifica-se que, enquanto naquela hipótese não há culpa, ilicitude, tampouco responsabilidade a ser excluída, ficando os prejuízos ocasionados por eventual decisão desastrosa por conta do risco inerente à atividade mercantil; nesta outra há o reconhecimento da culpa e da ilicitude, excluindo-se *a posteriori* a responsabilidade.

A distinção da (i)mediaticidade do escopo ultrapassa a esfera da teoria revelando-se de grande relevância prática na medida em que a exclusão da responsabilidade do administrador concedida pelo dispositivo faz-se ferramenta inapta a conseguir atingir as próprias razões de ser do afastamento da revisão da decisão negocial oferecido pela regra.

Ora, a segurança jurídica que a *business judgment rule* se propõe conceder aos administradores para os encorajar a tomar decisões arriscadas e atrair os profissionais competentes à candidatura do cargo vai “por água abaixo” quando se admite a sindicabilidade das decisões pelos julgadores, o que por si só já contraria outro fundamento da regra, notadamente o fato dos julgadores não deterem *expertises* para revisar uma decisão negocial.

Impugnada a técnica, o objetivo e o fundamento, passa-se, então, à análise dos elementos.

---

<sup>204</sup> FERREIRA NETO, Ermiro. Lealdade, diligência e a *business judgment rule*: elementos para uma análise à luz do direito brasileiro. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 150.

Da regra, conforme já analisado, é possível depreender quatro elementos para a decisão negocial não ser passível de revisão, quais sejam: (i) decisão negocial; (ii) lealdade (iii) diligência; e (iv) boa-fé. Do §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações, extrai-se dois elementos imprescindíveis para restar excluída a responsabilidade do administrador, a saber: (i) boa-fé; e (ii) interesse da companhia.

Ao elencar os elementos, por si só, percebe-se a coincidência no que tange a exigência do administrador agir com boa-fé.<sup>205</sup>

No que tange o “agir no interesse da companhia”, contudo, é necessário se valer do *caput* do art. 154 da Lei das Sociedades por Ações para entender o que se pretende resguardar através deste elemento.<sup>206</sup> O aludido dispositivo determina que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

Modesto Carvalhosa elucida que, uma vez que a companhia, enquanto pessoa jurídica, é incapaz de manifestar a sua vontade, compete aos administradores, pessoas físicas, o fazer. Logo, o exercício da função de administrador deve revelar-se no interesse da companhia, isto é, no interesse alheio ao do administrador, uma vez que a estrita observância do interesse da companhia, em contraposição ao interesse do administrador, constitui pressuposto para que a companhia alcance seus fins.<sup>207</sup>

Por assim entender, “quando o administrador sobrepõe o seu próprio interesse ao da companhia, estará criado o pressuposto de que os fins societários não podem ser alcançados ou encontram-se prejudicados”,<sup>208</sup> daí porque os gestores devem agir de forma desinteressada e independente.

Assim, se o administrador agir de forma desinteressada e independente, observando, pois, o elemento “lealdade” da *business judgment rule*, agirá, conseqüentemente, no interesse da companhia, restando preenchido também o elemento “agir no interesse da companhia” do §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações.<sup>209</sup>

Salienta-se que o elemento “lealdade”, enquanto peça da *triad* dos deveres fiduciários dos

---

<sup>205</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 130.

<sup>206</sup> *Ibidem, loc. cit.*

<sup>207</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 334-335.

<sup>208</sup> *Ibidem*, p. 335.

<sup>209</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, 2014, p. 132.

administradores de companhia consagrados no direito norte-americano, confunde-se com o dever de lealdade consolidado no ordenamento jurídico pátrio, na medida em que este inspirou-se naquele para exigir do administrador uma conduta independente, desinteressada, de boa-fé e sempre nos melhores interesses da companhia.<sup>210</sup>

Os elementos “boa-fé” e “lealdade” da regra norte-americana encontram respaldo, portanto, no dispositivo brasileiro. O mesmo não ocorre, contudo, com os elementos “decisão negocial” e “diligência”.<sup>211</sup> Senão, veja-se.

Quanto à decisão negocial, da mera leitura do dispositivo percebe-se a falta de qualquer menção à necessidade de estar diante de uma decisão negocial para o administrador fazer jus à exclusão da responsabilidade, carecendo, assim, a sua inclusão.<sup>212</sup>

No entanto, é de frisar que, não obstante a carência da sua abrangência no dispositivo em apreço, o elemento encontra-se consubstanciado no corpo da Lei das Sociedades por Ações, na medida em que não tomar nenhuma decisão quando necessário, ainda que seja uma decisão de não agir, faz do administrador omissor – logo, negligente.<sup>213</sup>

Esta conduta preenche o suporte fático da infração ao dever de diligência, previsto no art. 153 da Lei das Sociedades por Ações, conforme entendimento do então diretor da CVM, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no bojo do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542.<sup>214</sup>

[...] o Indiciado confessou que **não exerceu qualquer ponderação, censura, reparo, revisão, análise ou julgamento sobre as decisões de realizar as operações discutidas neste processo** e, o que é pior, confirmou sua total alienação ao processo, ao imputar a decisão de compra dos ativos a terceiro não contratado (ou habilitado) para a função. **Enfim, confessou a falta de diligência** e, portanto, eu já poderia concluir aqui pela sua condenação, especialmente porque essa alienação ao processo decisório não é desmentida nas defesas, nem nelas se traz argumentos para relativizar a falta da diligência assumida explicitamente na resposta acima transcrita.<sup>215</sup>

(Grifou-se)

No que tange ao elemento “diligência”, o mesmo diretor manifestou-se, dessa vez no bojo do

<sup>210</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 366.

<sup>211</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 132.

<sup>212</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>213</sup> *Ibidem*, p. 138.

<sup>214</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>215</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2005/8542. Acusado: Banco Westlb do Brasil S/A. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829\\_PAS\\_RJ20058542.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, que a construção jurisprudencial norte-americana em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei das Sociedades por Ações.<sup>216</sup> No entanto, do mesmo modo que não há sinal do elemento “decisão negocial” no aludido dispositivo, não há sua menção explícita acerca da “diligência”, cumprindo investigar, assim, se os demais elementos nele prescritos não exigem, implicitamente, a sua observação.

Modesto Carvalhosa defende que o dever de diligência e o agir em interesse da companhia estão entrelaçados de tal maneira que, a inobservância de um, acarretaria na violação do outro.<sup>217</sup>

Por outro lado, indo de encontro ao entendimento supra, Pedro Henrique Castello Brigagão sustenta a possibilidade do administrador, agindo de boa-fé e com vistas a alcançar os melhores interesses da companhia, não obedecer o dever de diligência, causando aí prejuízos à companhia, vez que acredita que atuar no interesse da companhia não significa necessariamente agir em observância ao dever diligência.<sup>218</sup>

Para tornar a sua fundamentação robusta, ilustra hipótese em que um administrador celebra negócio jurídico com terceiro buscando lucros para a companhia, não tendo se atentado, no entanto, para importante cláusula, de modo que, ao invés de auferir lucros, acabou desencadeando prejuízos. Em tal caso o administrador não age de má-fé, tampouco visa interesses alheios ao da companhia e, ainda assim, falta com a diligência no exercício da sua função, haja vista não ter analisado devidamente as informações que giravam em torno da sua decisão.<sup>219</sup>

Por assim entender, sustenta-se que o §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações autoriza o julgador a excluir a responsabilidade do administrador que tenha inobservado o dever de diligência, na hipótese da sua conduta ter sido revestida de boa-fé e no interesse da companhia.<sup>220</sup>

---

<sup>216</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº RJ2005/1443. Acusados: Carlos Eduardo Trois de Miranda, Felícia Leigh Bellows, Ivan Müller Botelho, Marcilio Marques Moreira, Maurício Perez Botelho, Omar Carneiro da Cunha Sobrinho, Ricardo Perez Botelho e Thomas Gregg Cauchois. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ2005144\\_3.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ2005144_3.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

<sup>217</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 489.

<sup>218</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 133.

<sup>219</sup> *Ibidem*, p. 136.

<sup>220</sup> *Ibidem*, p. 134.

Em razão de tudo quanto foi exposto é que não se filia à corrente da “tropicalização” da *business judgment rule*. De mais a mais, com a devida *venia*, também não se entende pela crítica de Waldirio Bulgarelli.

É que, devido à tendência da especialização de toda a sociedade em decorrência da sua crescente complexidade, esta reclama por tratamentos jurídicos específicos e, nas relações societárias, ou mais especificamente no âmbito das companhias, nas relações entre os acionistas e os administradores, não é diferente. É neste sentido que se acredita ser um erro reduzir toda essa sofisticação a regra gerais, que não atendem, do ponto de vista da regulação das condutas, às suas especificidades.<sup>221</sup>

Deste modo, reconhece-se a importância do §6º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações ao fugir do regime geral da responsabilidade civil para adequá-lo à realidade peculiar dos administradores de companhia, não vislumbrando qualquer absurdo.

### 3.5.2 A *business judgment rule* e o ato regular de gestão

O princípio elementar da responsabilidade civil dos administradores de companhia encontra-se consagrado no art. 158 da Lei das Sociedades por Ações,<sup>222</sup> *in verbis*:

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 e poderes, com culpa ou dolo;  
II – com violação da lei ou do estatuto. [...]

Pode-se inferir três regras do comando do dispositivo: (i) a irresponsabilidade do administrador por atos regulares de gestão; e, na contramão, (ii) a responsabilidade do gestor quando agir com culpa ou dolo dentro de suas atribuições ou poderes, ou agir com violação à lei ou ao estatuto.<sup>223</sup>

---

<sup>221</sup> FERREIRA NETO, Ermiro. *Business judgment rule* e responsabilidade civil do administrador: ensaio sobre a função da doutrina na construção de modelos jurídicos. **Revista fórum de direito civil**. Belo Horizonte: Editora Fórum, set./dez. 2015, ano I, n. 1, p. 63-64.

<sup>222</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 211.

<sup>223</sup> *Ibidem*, *loc. cit.*

Nas hipóteses deduzidas acerca da responsabilidade do administrador, percebe-se que uma relaciona-se aos prejuízos causados por culpa ou dolo, ainda que sem a exorbitância de suas atribuições ou poderes; e, a outra, à violação da lei ou do estatuto.<sup>224</sup>

A fórmula geral da responsabilidade civil dos administradores de companhia, é, portanto, que “o administrador responde pelos danos causados à sociedade ou a terceiros, em razão de descumprimento de dever legal ou estatutário”, abarcando aí todas as hipóteses cunhadas pela Lei das Sociedades por Ações. Isto porque, na medida em que o administrador age com culpa ou dolo, este incorre em infração à lei que lhe impõe os deveres de diligência e lealdade, respectivamente; e, concomitantemente, em toda violação à lei ou estatuto perpetrada pelo administradores, verifica-se conduta culposa ou dolosa.<sup>225</sup>

Nesta linha de raciocínio, a noção antagônica da expressão “ato regular de gestão” deve logicamente depreender-se, *a contrario sensu*, da antítese do “ato irregular de gestão”, como verso e reverso da mesma moeda.<sup>226</sup> Assim, “ato regular de gestão é aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto”.<sup>227</sup>

Ou seja, é revestida de regularidade a conduta do administrador praticada em consonância ao estatuto social, bem como ao ordenamento jurídico como um todo, restando incluído aí, assim, o dever de diligência, o dever de lealdade, a obediência ao interesse social, bem como a ausência de conflito de interesse – arts. 153, 154, 155 e 156 da Lei das Sociedades por Ações, respectivamente.<sup>228</sup>

Tal qual a jurisprudência norte-americana, o ordenamento jurídico brasileiro partiu do pressuposto de que os administradores de companhia são diligentes e leais. De modo que o papel do legislador limita-se a confeccionar a estrutura adequada, que viabilize a otimização da capacidade gerencial, não tendo a Lei das Sociedades por Ações caráter punitivo.<sup>229</sup>

Por assim entender, Pedro Henrique Castello Brigagão sugere que o *caput* do art. 158 da Lei

---

<sup>224</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade dos administradores das sociedades por ações. **Revista do ministério público**. Rio de Janeiro: Procuradoria Geral de Justiça, 1995, n. 5, p. 68.

<sup>225</sup> *Ibidem*, p. 91.

<sup>226</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 212.

<sup>227</sup> EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 1984, ano XXIII, n. 56, p. 51-52.

<sup>228</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 137-138.

<sup>229</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Apud* CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1085.

das Sociedades por Ações, uma vez que prescreve que o administrador não é responsabilizado por ato regular de gestão, encarregou-se de recepcionar a *business judgment rule*, em razão da compatibilidade da regra com o dispositivo em apreço.<sup>230</sup>

Ora, ato irregular de gestão é aquele que vai de encontro à lei e, ao longo do corpo da Lei das Sociedades por Ações escondem-se os elementos utilizados para a aplicação da *business judgment rule*, conforme já demonstrado. Sendo assim, não há outro entendimento a se chegar, senão o da abrangência, na sua integralidade, dos elementos da regra pela expressão “ato regular de gestão” e, conseqüentemente, o da sua recepção no ordenamento jurídico brasileiro através do aludido dispositivo.

Ademais, uma vez que o dispositivo prevê que o administrador “não é pessoalmente responsável [...]”, intuitivo é que, neste caso, não há responsabilidade a ser excluída, simplesmente porque responsabilização não houve, coincidindo com a técnica utilizada pela *business judgment rule* e, conseqüentemente, com o seu objetivo e a sua fundamentação.

Neste sentido compreendeu o então diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05: “[...] o art. 158 da lei exige o administrador de responsabilidade por “ato regular de gestão” e o colegiado da CVM, seguindo a *business judgement rule* norte-americana, evita o reexame das decisões negociais da administração.”<sup>231</sup>

Entende-se, portanto, que a *business judgment rule* foi recepcionada pelo *caput* do art. 158 da Lei das Sociedades por Ações. A função do §6º do art. 159, contudo, não pode ser menosprezada, posto que indica que, para além de consagrar a *business judgment rule*, o sistema normativo pátrio ainda possibilita ao julgador excluir a reponsabilidade daquele administrador que, por não ter atuado diligentemente, não foi protegido pela *business judgment rule*.<sup>232</sup>

---

<sup>230</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule*: uma análise à luz do direito brasileiro**. 191 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2014, p. 143.

<sup>231</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº 08/05 – Comissão de Inquérito. Indiciados: Anna Cecília de Magalhães Coutinho Dutra da Silva, Bernardo Afonso de Almeida Gradin, Brasken S/A, José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha, Marcelo André Lajchter, Maurício Roberto de Carvalho Ferro, Nordeste Química S/A, Odebrecht S/A, Paul Elie Altit, Peter Dvorsak, Petrobras Química S/A, Sérgio Alfredo Thiesen e Sergio Valadares Portella. Diretor-Relator: Eli Loria. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212\\_PAS\\_082005.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212_PAS_082005.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

<sup>232</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, 2014, p. 143.



#### **4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE***

Partindo-se do pressuposto de que a tomada de decisão constitui uma das obrigações dos administradores para com a companhia, e que a obrigação daqueles diante desta é uma obrigação de meio, torna-se intuitivo que o que tem que ser observado na decisão do gestor é justamente o processo decisório, e não o mérito da decisão, tampouco o seu resultado.

Entende-se, pois, que a partir de uma interpretação sistemática e de um raciocínio lógico do próprio ordenamento jurídico brasileiro, chega-se à premissa básica da *business judgment rule*: a análise do processo da tomada de decisão do administrador e o afastamento da revisão do seu mérito. Sendo assim, não se faz necessário recorrer à fundamentação do direito alienígena para explicar a razão precípua da regra, vez que o sistema normativo pátrio oferece ferramentas suficientes para tanto.

Acredita-se, em verdade, que a *business judgment rule* surgiu a partir das demandas específicas que decorrem, no âmbito das companhias, da relação entre os acionistas e os administradores, sendo este um efeito, aliás, da crescente complexidade da sociedade como um todo, que acarreta relações cada vez mais específicas e que, conseqüentemente, demandam tratamento jurídico particular.<sup>233</sup> Neste diapasão, compreende-se que a regra cuidou apenas de moldar o instituto da responsabilidade civil à realidade das sociedades anônimas, elencando, para tanto, elementos inerentes ao “mundo das companhias” a serem observados como parâmetro para averiguação da retidão do processo decisório do administrador.

No entanto, ao apontar os elementos a serem utilizados como parâmetro para a sua aplicação, a construção jurisprudencial da *business judgment rule* se valeu de *standards*, tornando-se imperiosa uma análise atenta no que concerne à subjetividade destes elementos – posto que intrinsecamente enleados à sua eficácia –, discutindo-se a destreza da subsunção ao caso concreto e a insegurança jurídica que daí resultam.

Cenário propício para levar à pauta a possibilidade de, para além de ajustar a responsabilidade civil à realidade do “mundo das companhias” através da *business judgment rule*, valer-se de uma “lente de aumento”, concedendo tratamento jurídico ainda mais particular à relação dos acionistas e administradores de companhias, com vistas a proporcionar maior eficácia à regra.

---

<sup>233</sup> FERREIRA NETO, Ermiro. *Business judgment rule* e responsabilidade civil do administrador: ensaio sobre a função da doutrina na construção de modelos jurídicos. **Revista fórum de direito civil**. Belo Horizonte: Editora Fórum, set./dez. 2015, ano I, n. 1, p. 63-64.

Propõe-se, para tanto, a utilização da governança corporativa como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, no intuito de moldar a regra às peculiaridades que resguardam cada companhia.

#### 4.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: PROPÓSITO E CONCEITO

A governança corporativa<sup>234</sup> surgiu como promessa de minimização dos *agency conflicts* (problemas de agência), os quais envolvem contendas de interesse entre aqueles que têm a propriedade e aqueles que detêm o seu controle. É que o principal, o proprietário, delega ao agente, o administrador, o poder de decisão sobre a sua propriedade, emergindo, então, as controvérsias provocadas pela dissociação entre propriedade e controle, posto que os interesses dos proprietários nem sempre estão alinhados com os dos seus administradores.<sup>235</sup>

Daí porque não é a titularidade sobre a riqueza a protagonista dos conflitos da economia moderna, mas o seu controle.<sup>236</sup>

Robert A. G. Monks leciona que os conflitos envolvidos no *agency conflicts* são intrínsecos a toda e qualquer companhia. Isto porque, os acionistas, na busca pela maximização de dividendos, concentram poderes em demasia nas mãos dos gestores, que, por vezes, acabam abusando destes.<sup>237</sup>

Para justificar a existência do aludido conflito, formulam-se dois axiomas: (i) o da

---

<sup>234</sup> “Governança corporativa” trata-se de uma tradução literal da expressão em inglês “*corporate governance*”. O termo “*corporative*” é utilizado para designar as corporações, que no regime jurídico norte-americano são as companhias, enquanto o vocábulo “*governance*” significa o ato ou a forma de administrar. Quando traduzido, o significado do termo “governança” coincide com o do estrangeiro. No entanto, o vocábulo “corporativa” refere-se a tudo que é organizado em corporações, que no regime jurídico brasileiro não está relacionado a nada específico, podendo ser uma sociedade ou uma associação. (SOUZA, Nadialice Francischini de. **A governança corporativa como instrumento de efetividade do direito fundamental de propriedade nas sociedades anônimas**. 142 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal da Bahia: Salvador, 2015, p. 78). Não obstante a tradução literal da expressão não ser fiel ao que a mesma se propõe tratar, inclina-se pela adoção da expressão “governança corporativa”, a qual, de tão utilizada, acabou encontrando sua semântica ligada ao que se refere, de modo que, quando menciona-se tal expressão, já se tem em mente o que se tenciona tratar. (MORAES, Armando Hélio Almeida Monteiro de. Os princípios norteadores da governança corporativa e suas aplicações às pequenas e médias empresas. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 46).

<sup>235</sup> SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2003, ano XLII, n. 130, p. 187.

<sup>236</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Apud* SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2003, ano XLII, n. 130, p. 186.

<sup>237</sup> MONKS, Robert A. G. *Apud* SOUZA, Nadialice Francischini de. **A governança corporativa como instrumento de efetividade do direito fundamental de propriedade nas sociedades anônimas**. 142 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal da Bahia: Salvador, 2015, p. 78.

inexistência do contrato completo; (ii) e o da inexistência do agente perfeito. Benjamin Klein elenca duas razões para sustentar a inexistência do contrato completo, a saber: há várias possibilidades que devem ser consideradas e diversos modos de se ter o conhecimento na busca de respostas para transações, bem como há vários níveis de interesses envolvidos no contrato, tornando-se impossível debruçar-se sobre todas as posições existentes. Michael C. Jensen e William H. Meckling, defendendo a inexistência do agente perfeito, alegam que o agente contratado para administrar a sociedade, apesar de agir em nome do interesse alheio, tem interesses próprios que o impedem de ser totalmente imparcial nas suas decisões.<sup>238</sup>

Neste contexto, a governança corporativa foi pensada para assegurar que os administradores atuem sempre no interesse dos acionistas como um todo, ou seja, da companhia, fixando-se, para tanto, o interesse desta diante do daqueles. Trata-se, pois, da aglutinação de instituições que disciplinam o liame entre aqueles que investem recursos na companhia e aqueles encarregados pela sua gestão. Por aglutinação de instituições entende-se tanto as de caráter público quanto as de natureza privada, formais e informais, que se traduzem em leis, regulamentos, normas estatutárias, disposições contratuais, códigos de ética e conduta, bem como práticas negociais.<sup>239</sup>

Logo, a preocupação da governança corporativa paira sobre a maximização dos benefícios decorrentes da delegação do poder dos proprietários aos administradores, na medida em que tenta minimizar os *agency conflicts* no que for possível.<sup>240</sup>

É que, aperfeiçoando esse laço, a gestão da companhia torna-se mais eficaz, o que potencializa a performance mercantil e, conseqüentemente, esta melhor alcança as suas finalidades.<sup>241</sup> Foi a partir desta percepção, aliás, que a governança corporativa adquiriu considerável ênfase.<sup>242</sup>

Tal incremento, por seu turno, faz aumentar a eficiência econômica como um todo, tanto do ponto de vista alocativo – emprego dos fatores de produção onde se fazem mais úteis –,

---

<sup>238</sup> SOUZA, Nadialice Francischini de. **A governança corporativa como instrumento de efetividade do direito fundamental de propriedade nas sociedades anônimas**. 142 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal da Bahia: Salvador, 2015, p. 73-74.

<sup>239</sup> PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A governança corporativa e os órgãos de administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 78.

<sup>240</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 299.

<sup>241</sup> TALEB, Eduardo Alfred; SZTERLING, Fernando. *Apud* PORTUGAL, Bernardo Lopes. Governança corporativa: histórico, atualidade do tema em geral e sua aplicabilidade cada vez maior à realidade das pequenas e médias empresas. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 31.

<sup>242</sup> PINTO JÚNIOR, Mário Engler. *Op. cit.*, 2008, p. 79.

quanto produtivo – otimização do uso de recursos escassos para produzir maior quantidade com melhor qualidade e menor custo –, tudo redundando no aumento da geração de riqueza para o país.<sup>243</sup>

Por esta razão, em uma concepção mais ampla, pode-se incluir ainda, no rol dos sujeitos envolvidos na relação a ser esmerada pela governança corporativa, os *stakeholders* (mais interessados). É dizer, aqueles que encontram-se afetados, direta ou indiretamente, pelas decisões da companhia, abrangendo aí os credores, fornecedores, consumidores, concorrentes, a sociedade como um todo e o próprio Estado.<sup>244</sup>

Assim, a governança corporativa pode ser compreendida como um sistema de normas de estruturação da companhia por meio do qual são atribuídas responsabilidades, bem como assegurados direitos, aos membros que integram os seus órgãos e aos *stakeholders*, propiciando uma fiscalização mais eficiente dos órgãos societários, e permitindo, então, uma melhor identificação dos objetivos da companhia e dos meios de atingi-los.<sup>245</sup>

Logo, na medida em que o sistema normativo pátrio não disciplina a atividade mercantil nos moldes que seriam necessários para que houvesse uma gestão eficaz, o mercado tratou de sugerir e desenvolver conceitos, na expectativa de que as companhias, voluntariamente, adotassem as práticas da governança corporativa.<sup>246</sup>

Dentre tantos conceitos desenvolvidos, recorre-se ao quanto delineado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”),<sup>247</sup> o qual encara a governança corporativa como um sistema. Trata-se de um entendimento interessante, na medida em que um sistema pode ser compreendido como um conjunto de peças autônomas, mas entrelaçadas entre si, no qual a mecânica de uma peça afeta e condiciona o funcionamento do todo. Outro aspecto da concepção de “sistema”, é que, ao adotá-la, o IBGC não prescreve um único modelo de governança corporativa, permitindo que todas as companhias desenvolvam o seu próprio em consonância com as suas peculiaridades, devendo obedecer, entretanto, às premissas

---

<sup>243</sup> PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A governança corporativa e os órgãos de administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 79.

<sup>244</sup> LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Forense, 2001, p. 45.

<sup>245</sup> LABRUNA, Vivian. A influência da governança corporativa no direito societário brasileiro moderno. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GONÇALVES, Oksandro (Coord.). **Revista de direito empresarial**. Curitiba: Juruá Editora, jul./dez. 2007, n. 8, p. 176.

<sup>246</sup> MONTEIRO, Agnaldo Bahia. Políticas de *compliance*: gestão de conformidade e governança corporativa. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 247-248.

<sup>247</sup> O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa trata-se de uma organização sem fins lucrativos, sendo a principal referência do Brasil no que se refere ao desenvolvimento das melhores práticas de governança corporativa. (Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/ibgc/o-ibgc>>. Acesso em: 27 out. 2016).

fundamentais.<sup>248</sup>

Este sistema tem por objetivo prescrever como as companhias devem ser dirigidas, monitoradas e incentivadas – em outras palavras, como devem ser geridas. No que tange à direção, o IBGC esclarece que dirigir é, em última análise, decidir – daí porque a função de direção relaciona-se com o processo de tomada de decisão. Uma grande preocupação paira por aqui, já que as decisões tomadas pela direção não raro têm ido de encontro aos interesses da própria companhia, dos seus acionistas e da sociedade como um todo.<sup>249</sup>

Quanto ao monitoramento, o IBGC grifa que monitorar significa controlar. A função de controle tem sido a mais valorizada, uma vez que são os indicadores de desempenho que direcionam e fundamentam as decisões negociais de qualquer companhia, reconhecendo-se a incapacidade desta de se manter aprumada e na direção acertada sem que existam mecanismos de vigilância e controle.<sup>250</sup>

No que se refere ao incentivo, este deve ser interpretado como os valores que orientaram as ações e os fins perseguidos pela companhia, não podendo restringir-se ao alcance de altos lucros para os acionistas, tampouco a geração de riqueza para os seus *stakeholders*, já que este caminho, quando feito às cegas, tem se mostrado prejudicial, resultando na recessão da economia.<sup>251</sup>

O IBGC insere ainda neste rol de elementos da governança corporativa a descrição das práticas adotadas pela companhia numa espécie de código, o qual deve ser reconhecido tanto pelos membros da companhia, como pela sociedade como um todo.<sup>252</sup>

É de ressaltar ainda que a Lei das Sociedades por Ações está alinhada, sob o ponto de vista da estrutura administrativa, com as diretrizes da governança corporativa, não obstante seja sempre possível apontar aspectos que mereçam aprimoramento. Conforme exposto outrora, há uma dualidade de órgãos de administração na companhia – às vezes facultativa, às vezes obrigatória –, havendo o Conselho de Administração e a Diretoria com competências específicas e indelegáveis, permitindo a fragmentação entre as funções de propositura e implementação, bem como de monitoramento e de ratificação, tornando o ambiente propício para levar à prática o conjunto de instituições elaborados no plano teórico da governança

---

<sup>248</sup> MONTEIRO, Agnaldo Bahia. Políticas de *compliance*: gestão de conformidade e governança corporativa. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 248.

<sup>249</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>250</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>251</sup> *Ibidem*, p. 249.

<sup>252</sup> *Ibidem*, loc. cit.

corporativa.<sup>253</sup>

Insta salientar que o Conselho de Administração desempenha papel fundamental para a governança corporativa, vez que representa os interesses dos acionistas, cabendo-lhe zelar para que a Diretoria aja efetivamente no interesse da companhia. Contudo, não obstante o Conselho de Administração representar os interesses dos acionistas, estes têm deveres fiduciários a serem observados no exercício das suas funções, tal qual a Diretoria. Portanto, assim como os diretores devem se reportar ao Conselho de Administração e à Assembleia Geral, os conselheiros devem dar satisfação da sua atuação aos acionistas, ao mercado acionário, bem como à sociedade como um todo.<sup>254</sup>

#### 4.2 A IN(OPORTUNA) SUBJETIVIDADE QUE REVESTE OS ELEMENTOS UTILIZADOS COMO PARÂMETRO PARA A APLICAÇÃO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Para ser aplicada a *business judgment rule*, esclareceu-se a imprescindibilidade de estar diante de uma decisão negocial de agir ou de não agir, abrangendo, portanto, os atos comissivos, bem como os omissivos quando conscientes. Ademais, restou límpido que a decisão negocial deve ser leal, ou seja, independente e desinteressada. Elucidou-se ainda a exigência da diligência no processo de decisão, já que fundamental a reunião e a análise das informações pertinentes à matéria que se tem por objeto. E, por fim, desanuviou-se que a decisão deve ser inspirada pela boa-fé, já que tomada acreditando estar o fazendo com vistas a atingir os melhores interesse da companhia.

Eis que se indaga: como diferenciar, na prática, uma decisão de não agir de uma mera omissão? O que seria uma decisão independente e desinteressada, afinal? O quanto de informação é suficiente reunir e analisar para se entender como informação suficiente? Como aferir se uma decisão realmente foi tomada acreditando-se estar perseguindo os melhores interesses da companhia?

A *business judgment rule* não elenca um rol do que os administradores devem fazer ou deixar de fazer, tampouco pressupostos que o julgador pode considerar quando da análise do processo de decisão dos administradores, valendo-se apenas de conceitos indeterminados que

---

<sup>253</sup> PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A governança corporativa e os órgãos de administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 105.

<sup>254</sup> *Ibidem*, p. 103-104.

podem ser alargados caso a caso, a par e a passo, e em consonância com a evolução da sociedade como um todo.<sup>255</sup>

Daí que os elementos da *business judgment rule* revestem-se de subjetividade quando extraídos da jurisprudência norte-americana, bem como da recepção pelo ordenamento jurídico brasileiro, haja vista a largura de cada um deles, tratando-se de *standards*, o que confere ao intérprete e ao aplicador da lei ampla margem de interpretação.<sup>256</sup>

Assim, tais elementos encarregam-se apenas por apontar a direção a ser seguida, deixando a critério do administrador traçar o meio adequado para atingir tal fim, restando evidente a sua natureza subjetiva.

#### 4.2.1 A possibilidade de subsunção como efeito da flexibilidade

Um dos maiores desafios das companhias reside na permanente busca pelo equilíbrio nos laços tecidos entre administradores e sociedade, sendo tal conciliação o objetivo perseguido pelos legisladores, intérpretes e julgadores.<sup>257</sup>

O entrave é que o resultado das condutas adotadas pelos administradores não respinga neles necessariamente, já que absorvido pela pessoa jurídica. Assim, os administradores podem ter interesses desalinhados com os da companhia, na medida em que seu poder não deriva da propriedade, tornando-se importante que a legislação procure desencorajar esta conjuntura. No entanto, uma construção prevendo todas as hipóteses em que o eventual desalinhamento de interesses e seus consectários possa ocorrer, revela-se, senão impossível, ao menos inconveniente.<sup>258</sup>

Ora, a adoção de um sistema mais objetivo, seja exaustivo ou exemplificativo, se revelaria inviável, e, provavelmente, ultrapassaria a capacidade humana. Tal dificuldade consiste no fato de que qualquer modelo delineado fatalmente se apresentaria bastante rígido para determinados casos e demasiadamente simples para outros, haja vista que aplicado a todos os tipos de companhia – pequenas, médias e grandes; simples e complexas; abertas e fechadas; e

---

<sup>255</sup> EBRAHIM, Munássir. **O *business judgment rule* e o *corporate governance*: uma visão pessoal coligida da interdisciplinaridade entre as ciências económicas e de gestão no direito societário**. 1.ed. Lisboa: Chiado Editora, 2016, p. 11.

<sup>256</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1087.

<sup>257</sup> *Ibidem*, p. 1091.

<sup>258</sup> *Ibidem*, loc. cit.

todas as mais diversas modalidades de negócios.<sup>259</sup>

Sendo assim, os elementos da *business judgment rule* não poderiam ser objetivos, já que acabaria por ajustá-los à realidade de algumas companhias e distanciá-los da concretude de outras, tornando-os inaptos a proteger as decisões negociais destas últimas, já que impossibilitada a sua subsunção ao caso concreto. Não se permitiria, portanto, desigualar os desiguais.

Em não sendo possível estabelecer regras sobre toda e qualquer questão que os administradores podem se deparar na gestão das companhias, é que se utilizou de *standards*.<sup>260</sup> Optou-se, portanto, pela subjetividade, a qual se faz apta a permitir que a aplicação da regra seja consentânea com os valores vigentes ao tempo em que se fizer necessária, conforme a evolução da sociedade como um todo, das próprias companhias e das técnicas de administração; além de se adequar a todo e qualquer tipo de sociedade anônima, bem como às mais diversas modalidades de negócios.<sup>261</sup>

Em outras palavras, a celeridade da evolução a que se encontra suscetível a sociedade como um todo, as próprias companhias e as técnicas de administração, atrelada ainda aos distintos contextos em que cada companhia está inserida, bem como as peculiaridades que daí emanam e donde resultam, mais do que justificam a necessidade da subjetividade: exigem-na.

#### 4.2.2 A insegurança jurídica como efeito da maleabilidade

Por um lado a utilização de elementos objetivos como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* poderia prejudicar a adequação do abstrato ao concreto, na medida em que abarcaria apenas algumas hipóteses, impedindo os aludidos elementos de se moldarem a tantos outros casos, bem como de acompanhar as transformações que o tempo incumbe-se de delinear. Contudo, por outro lado, a utilização de elementos subjetivos pode enfraquecer a segurança jurídica a que a *business judgment rule* propõe envolver os administradores de companhias, posto que os gestores acabam ficando à mercê do entendimento do julgador acerca desses moldes traçados *a posteriori*.

É que, conforme esclarece Modesto Carvalhosa, os *standards* definem a atividade-fim a ser

---

<sup>259</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1098.

<sup>260</sup> EBRAHIM, Munássir. **O *business judgment rule* e o *corporate governance*: uma visão pessoal coligida da interdisciplinaridade entre as ciências económicas e de gestão no direito societário**. 1.ed. Lisboa: Chiado Editora, 2016, p. 44.

<sup>261</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. cit.*, 2009, vol. 1, p. 1087.



exercida pelos administradores, cabendo aos tribunais e à autoridade reguladora e sancionadora delinear, a partir dos casos concretos, a consonância ou não dos atos dos administradores com os seus respectivos preceitos. A interpretação jurisprudencial e administrativa constitui-se ampla, dados os aspectos peculiares de cada companhia, em razão do seu porte, objeto social e da sociedade como um todo em que atua.<sup>262</sup>

Ademais, de acordo com o que alerta Luiz Antonio de Sampaio Campos, os dispositivos reunidos na Seção IV da Lei das Sociedades por Ações, que se propõe a versar sobre os deveres e responsabilidades dos administradores de companhia e que, não por acaso, abrange os elementos da *business judgment rule*, não raro representam significativos desafios aos intérpretes e aplicadores da lei para manter o equilíbrio do sistema.<sup>263</sup>

Marcelo Vieira von Adamek entende que os desafios que os permeiam não decorrem da adoção de *standards* pelo legislador, mas da sua aplicação, tendo em vista a árdua missão de extrair, à luz das particularidades de cada caso concreto, o comportamento que se poderia razoavelmente esperar do administrador em hipóteses semelhantes.<sup>264</sup>

Logo, os administradores ficam a mercê do entendimento dos julgadores feito *a posteriori* e, não fosse o suficiente para ensejar a insegurança jurídica, há ainda a dificuldade da interpretação dos *standards* para os próprios aplicadores da lei.

Se visualizar os moldes dos *standards* no caso concreto faz-se um desafio para os intérpretes e julgadores, *a priori* e *a posteriori*, respectivamente, mesmo que no momento de interpretação e aplicação estes não estejam enfrentando a questão e sujeitos à toda pressão que lhe é inerente – o que propicia uma visão panorâmica e mais nítida do que quando envolvidos –, que dirá para os administradores, que têm que lidar com a aludida dificuldade no embaraço do momento.

Ora, é verdade que em alguns contextos, dentre as possibilidades das condutas que um administrador dispõe para adotar diante de uma determinada questão, pode haver uma alternativa que se faça uma linha tão fora da curva que reste evidente o afastamento da presunção de determinado elemento da *business judgment rule* se o gestor a seguir. Daí que não lhe é exigindo qualquer esforço interpretativo, podendo-se valer, inclusive, apenas do bom senso. No entanto, deve-se atentar àqueles cenários em que há uma possível conduta a

---

<sup>262</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, p. 331-332.

<sup>263</sup> *Ibidem*, p. 1090.

<sup>264</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

ser seguida pelo administrador que acaba imergindo numa zona de penumbra, em que a sua suposta afronta a um determinado elemento da *business judgment rule* seria ínfima, mas capaz de maculá-lo, afastando a imunidade da regra.

Nestes últimos casos reside a margem de erro que tem como efeito a possível responsabilização injusta de um administrador, que, não obstante ter tomado uma decisão comercial acreditando ter o feito de modo leal, diligente e de boa-fé, não logrou êxito e, ao invés de alçar alto lucro, contraiu alto prejuízo. Noutra giro, há de se pensar ainda na possível “não responsabilização injusta”, tendo em vista que, em um caso diametralmente oposto, não seria adequado que os acionistas respondessem pela decisão desastrosa de um administrador aventureiro.

Assim, esta subjetividade acaba tendo como corolário, por vezes, fazer com que o administrador aja acreditando piamente estar em consonância com os elementos da *business judgment rule* e, mais adiante, por eventual desastre da decisão, encontre nos tribunais ou na autoridade reguladora e sancionadora um julgador que entende de modo diverso. Para a discussão aqui ventilada, pouco importa qual dessas interpretações se faz certa ou errada, vez que em qualquer das hipóteses o administrador foi traído pela subjetividade dos elementos que o levou a acreditar que estaria respaldado pela *business judgment rule* e acabou sendo condenado. Daí que resta instalada, apenas pela existência da aludida possibilidade, a insegurança jurídica.

#### 4.3 A (IN)EFICÁCIA DA IMUNIDADE CONFERIDA PELA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Talvez a imunidade conferida pela *business judgment rule*, a qual tem como objetivo notadamente proporcionar segurança jurídica ao administrador e o encorajar a tomar decisões ousadas com vistas a obter lucros incontestáveis para a companhia, torne-se ineficaz ante a possibilidade, ainda que ínfima, do administrador agir acreditando estar em consonância com os elementos da *business judgment rule* e, portanto, fazer jus à imunidade daí decorrente, mas na prática não gozar de tal proteção pelo fato do julgador, ao analisar o processo da tomada de decisão que se fez desastrosa, simplesmente poder adotar um entendimento diverso.

Ora, a zona de penumbra somada à ideia de que, se a decisão não tiver êxito, haverá acusações de todos os acionistas prejudicados direcionadas ao administrador, a fim de responsabilizá-lo a qualquer custo para serem ressarcidos do prejuízo, talvez iniba a ousadia

de alguns administradores – não alcançando, pois, a *business judgment rule*, o seu objetivo precípuo.

Logo, uma vez que os administradores não conseguem ter plena ciência do alcance dos elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* em sua concretude, podem acabar tornando suas decisões tímidas e incapazes de alcançar os lucros almejados pelos acionistas para a companhia.

#### 4.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO UM MEIO DE OBJETIVAÇÃO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Não obstante no âmbito da governança corporativa discutir-se bastante acerca da lealdade, preocupando-se, pois, em assegurar o desinteresse e a independência das decisões dos administradores, acaba olvidando-se que, antes de qualquer coisa, esta surgiu com o escopo mediato de aperfeiçoar o laço entre os titulares da propriedade e os seus gestores, sendo a possível quebra de lealdade apenas um dos impasses travados pela dissociação entre propriedade e gestão.

É o que entendem Andreas Cahn e David C. Donald, que ao tratarem da governança corporativa sustentam que, quando se delega o poder para alguém cria-se o risco deste alguém fazer mal uso, sendo possível violar, para além da lealdade, a diligência.<sup>265</sup> Daí que se sugere o investimento na estruturação de direitos e deveres que os administradores devem observar, bem como na supervisão da performance para reduzir o risco de violação,<sup>266</sup> incluindo aí “*the costs of monitoring the manager to prevent both negligence and disloyalty*”.<sup>267</sup>

Logo, restam inseridas aí outras questões enfrentadas para equilibrar o vínculo entre os acionistas e os administradores. Jorge Lobo, aliás, ao delinear os moldes da governança corporativa, insere ainda mais elementos no rol de condutas a serem codificadas. Senão, veja-se:

[...] é o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do Conselho de

<sup>265</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 299.

<sup>266</sup> *Ibidem*, loc. cit.

<sup>267</sup> Tradução livre: Os custos para monitorar os administradores e prevenir negligência e deslealdade. (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Apud* CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 299).

Administração, da Diretoria, do Conselho Fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral.<sup>268</sup>

O elemento “decisão negocial”, conforme exposto alhures, resta abrangido pelo dever de diligência. O elemento “lealdade”, bem como o elemento “diligência”, são mencionados expressamente, fazendo alusão, ainda, à questão do conflito de interesse, bem como à informação, que deles fazem parte, respectivamente. O elemento “boa-fé”, por sua vez, resta inserido na supracitada eticidade.

Marcelo Vieira von Adamek entende que a implementação das regras de códigos de boa conduta, como as preconizadas pela governança corporativa, constitui importante ferramenta para que os administradores possam defender-se de acusações, demonstrando terem tomado todas as cautelas apropriadas e recomendáveis ao enfrentar a questão que se fizer objeto de discussão,<sup>269</sup> corroborando, portanto, com a ideia que aqui se propõe.

O cenário se faz propício, assim, para sugerir que a governança corporativa, para além de cuidar de minimizar os riscos de ter interesse envolvido nas tomadas de decisões dos administradores, trate da decisão negocial em si, bem como da lealdade como um todo e, ainda, da diligência e da boa-fé a que devem observar os administradores ao exercerem os poderes que lhe foram outorgados.

Propõe-se, portanto, que os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* sejam delineados pela governança corporativa a partir das particularidades de cada companhia, com vistas a conceder-lhes maior efetividade, na medida em que não criaria obstáculos para a sua subsunção ao caso concreto, haja vista a estrutura pensada a partir dos moldes das próprias companhias e, ainda, proporcionaria maior segurança jurídica aos seus gestores, que passariam a ter plena ciência dos seus limites e possibilidades.

Assim, sugere-se o estabelecimento de uma estrutura para guiar objetivamente as condutas a serem observadas pelos administradores na tomada de suas decisões, ajustando, na medida do possível, os conceitos abertos dos elementos da *business judgment rule* à realidade de cada companhia – “fechando-os”.

Nesta senda, tal estrutura, uma vez não observada, descartaria, de pronto, a hipótese de incidência da *business judgment rule*, não deixando qualquer margem de obscuridade tanto

---

<sup>268</sup> LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2006, ano XLV, n. 142, p. 141.

<sup>269</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 136-137.

para o administrador, quanto para os acionistas, afinal, busca-se segurança jurídica para se alcançar a imunidade, o que não se confunde com impunidade.

#### **4.4.1 A estrutura da governança corporativa como um meio e os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* como um fim**

Ousando-se tomar emprestado um dos critérios delineados por Humberto Ávila para distinguir os princípios das regras, acredita-se que os *standards*, tal como os princípios, são imediatamente finalísticos, na medida em que estabelecem um estado de coisas para cuja realização se faz necessária a adoção de determinados comportamentos; enquanto as regras são imediatamente descritivas, vez que determinam obrigações, permissões e proibições mediante a descrição dos comportamentos a serem adotados.<sup>270</sup>

Do mesmo modo que os princípios, portanto, os *standards* estabelecem um fim a ser atingido, em virtude do qual se deve analisar a adequação da conduta a ser adotada para tanto, incumbindo-se apenas de apontar “o que deve ser”, exigindo-se aí grande esforço hermenêutico. Já as regras determinam a conduta devida a ser adotada, a partir da qual se busca indiretamente atingir um fim, encarregando-se de apontar “o que fazer”, prescindindo-se tamanho empenho interpretativo.<sup>271</sup>

Para fundamentar tal “empréstimo”, toma-se a título ilustrativo o dever de diligência que, no contexto da *business judgment rule*, resta consubstanciado no dever de estar bem informado ao tomar uma decisão negocial. Logo, o *standard* não aponta “o que fazer” para o administrador estar bem informado, ele apenas aponta “o que deve ser”, é dizer, o fim que se pretende atingir: estar bem informado.

Mindy K. Goldberg propõe um caminho a ser percorrido para verificar o quanto de informação seria suficiente reunir e analisar no contexto da tomada de decisão para que possa se aferir se o administrador está bem informado, de modo a não afastar a *business judgment rule*.<sup>272</sup>

Tal percurso consistiria em uma ponderação considerando (i) a magnitude da decisão a ser tomada; (ii) o lapso temporal compreendido entre o momento oportuno para a reunião e

---

<sup>270</sup> ÁVILA, Humberto. **Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos**. 17.ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2016, p. 95.

<sup>271</sup> *Ibidem*, p. 95-96.

<sup>272</sup> GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of law and commerce**. Pittsburgh: University of Pittsburgh School of Law, 1987, vol. 7, p. 241.

análise das informações até o instante em que a decisão deve ser tomada; (iii) os custos requeridos para obter as informações relevantes; (iv) a credibilidade dos sujeitos que forneceram as informações; (v) o estado da companhia no instante em que a decisão foi tomada; e a (vi) a natureza do plexo de demandas que reclamam a atenção dos administradores.<sup>273</sup>

Este caminho, uma vez esmiuçado em observância às peculiaridades da companhia no contexto da governança corporativa, consolidaria, através de regras e da sua estrutura como um todo, “o que fazer” para atingir “o que deve ser” proposto pelo *standard*: estar bem informado.

É que, conforme já analisado, no contexto dos deveres dos administradores, o *standard* é utilizado para conferir margem à discricionariedade negocial e criativa. As regras, portanto, devem ser utilizadas sempre que possível para reforçar os *standards* se a probabilidade de violação for alta ou para reduzir as incertezas que deles desencadeiam. Neste contexto, aliás, criou-se o termo apropriado *safe harbor* (porto seguro) para este último tipo de regra: se for cumprida a regra, o administrador encontra-se seguramente protegido, já que dentro da moldura estabelecida pelo *standard*.<sup>274</sup>

*A “standard of conduct” prescribes how a person should act or fulfill a function or task, and it operates as an open-ended measure against which the quality of performance can be assessed ex post. A “rule”, by contrast, names something specific that the management must do or not do. Standards flexibly adapt to acts and procedures that are not foreseen in their entirety when the standard is written, but standards can also create legal risks for directors because the scope of their requirements is often difficult to foresee. Rules, on the other hand, offer bright lines that are easy to apply [...].*<sup>275</sup>

(Grifou-se)

Neste diapasão, enquanto as regras traçam uma linha firme entre o que deve ser feito e o que não deve ser feito, os *standards* são subjetivos e proporcionam um “jogo de definição”: “era, sob essas circunstâncias, o procedimento adequado a ser utilizado para ter o resultado

---

<sup>273</sup> GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of law and commerce**. Pittsburgh: University of Pittsburgh School of Law, 1987, vol. 7, p. 241.

<sup>274</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 332-333.

<sup>275</sup> Tradução livre: Um “padrão de conduta” prescreve como uma pessoa deve agir ou desempenhar uma função ou tarefa, e funciona como uma medida aberta em relação à qual a qualidade do desempenho pode ser avaliada *ex post*. Uma “regra”, em contraste, nomeia algo específico que a administração deve fazer ou não fazer. Os padrões flexíveis se adaptam a atos e procedimentos que não são previstos em sua totalidade quando o padrão é escrito, mas os padrões também podem criar riscos legais para os conselheiros, porque o escopo de suas necessidades é muitas vezes difícil de prever. Regras, por outro lado, delimitam linhas que são fáceis de aplicar [...]. (*Ibidem*, p. 332).

alcançado nos melhores interesse da companhia?”. Sendo assim, os *standards* permitem que a administração atue de forma livre e flexível, bem como que o julgador capte novas e imprevistas infrações.<sup>276</sup>

Nesta mesma linha de raciocínio, Munássir Ebrahim sugere que as regras podem ser depreendidas dos *standards*, de modo que o dever de diligência, a título ilustrativo, pode consubstanciar-se no estabelecimento de controle interno, logo, “uma materialização em termos de regras antes apenas expressas em termos de *standard*.”<sup>277</sup>

Enquanto uma regra se intromete no processo de tomada de decisão do administrador e, desse modo, diminui a sua margem de discricionariedade, também reduz as chances do administrador ser processado em decorrência da sua decisão. Nesta senda, uma regra pode, por um lado, restringir a liberdade do administrador, mas, por outro, protegê-la.<sup>278</sup>

Marcelo Vieira von Adamek, aliás, sugere alguns aspectos a serem valorados para a verificação da observância do *standard*, os quais se entende que poderiam ser considerados quando da estruturação da governança corporativa, a saber: (i) a espécie de atividade exercida pela companhia; (ii) os recursos disponíveis para os administradores; (iii) as qualidades individuais do administrador que fundamentaram a sua eleição; bem como (iv) todas as demais particularidades da companhia.<sup>279</sup>

Destarte, não se deve impor a um membro do Conselho de Administração de uma companhia de dimensão familiar, aquilo que se espera do presidente do Conselho de Administração de uma companhia cotada na Bolsa de Valores. Bem assim, deve-se exigir mais do administrador que tem ao seu alcance maiores meios de informação e de aconselhamento, do que daquele que gere uma companhia com recursos limitados.<sup>280</sup> De mais a mais, a capacidade pressuposta de cada administrador não é uniforme e varia de setor para setor da atividade mercantil e, ainda que em um mesmo setor, faz-se necessário analisar os limites da sua responsabilidade e as qualidades individuais que o levaram a ser eleito para exercer tal função.<sup>281</sup>

---

<sup>276</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 301.

<sup>277</sup> EBRAHIM, Munássir. **O business judgment rule e o corporate governance: uma visão pessoal coligida da interdisciplinaridade entre as ciências económicas e de gestão no direito societário**. 1.ed. Lisboa: Chiado Editora, 2016, p. 49.

<sup>278</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. *Op. cit.*, 2010, p. 332-333.

<sup>279</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

<sup>280</sup> GUYON, Yves. *Apud* ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 126-127.

<sup>281</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Op. cit.*, 2009, p. 126.

Assim, os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, enquanto *standards* pensados considerando o “mundo das companhias”, seriam um fim a ser atingido através de um meio que seriam as regras e toda a estrutura da governança corporativa construída levando em consideração as particularidades que resguardam cada companhia.

#### 4.4.2 A margem de discricionariedade e a vinculação da governança corporativa

Tem-se como modelo ideal de governança corporativa o ponto de equilíbrio entre duas vertentes: (i) mecanismos de incentivo; e (ii) soluções estruturais sobre distribuição de competências internas e implantação de sistemas de controle mais efetivo, haja vista que o foco em apenas uma das vertentes pode gerar distorções graves. É que, na primeira hipótese, a mera concessão de estímulos econômicos, com baixo nível de monitoramento, propicia desvio de conduta por parte dos gestores. Na segunda hipótese, o excesso de controles torna a administração da companhia demasiadamente burocrática, de modo que o cumprimento de procedimentos formais torna-se prioritário em relação ao compromisso com resultados.<sup>282</sup>

Luiz Antonio de Sampaio Campos reconhece a importância da governança corporativa, mas entende que muitas das suas recomendações devem ser apenas assim consideradas e não como regras legais, que não o são. Sendo assim, acredita que a amplitude de interpretação conferida pela subjetividade dos deveres dos administradores, é dizer, dos elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, não deve ser utilizada para incorporar deveres e responsabilidades que não são razoáveis, evitando-se revestir opiniões de legalidade.<sup>283</sup>

Com a devida *venia*, questiona-se em que consistiria tal “razoabilidade”. Afinal, tais recomendações adviriam dos próprios acionistas: os maiores interessados em alavancar o desenvolvimento da companhia.

Sendo assim, se eventual irrazoabilidade tratar-se da imposição de um sistema de responsabilização excessivamente rígido, os próprios acionistas que entenderam por bem a adoção de tal regime que terão que lidar com a falta de sujeitos probos e engajados à candidatura do exercício dessa atividade, deixando a cargo dos aventureiros; ou, ainda, se tais

---

<sup>282</sup> PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A governança corporativa e os órgãos de administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 90-91.

<sup>283</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1, p. 1087-1088.



sujeitos se candidatarem, os acionistas que terão que lidar com as suas decisões tímidas, já que exerceriam suas funções com desmedida cautela, mais preocupados em não se responsabilizar por prejuízos causados à companhia do que com o desempenho desta.

Na contramão deste raciocínio, se porventura a irrazoabilidade fundar-se em um sistema excessivamente flexível, os mesmos acionistas que impuseram tal estrutura que irão enfrentar o aumento do risco de suportar prejuízos desencadeados por decisões desastrosas dos administradores, já que mais ousados, e, concomitantemente, com a maior chance de perceber altos lucros.

Conveniente, portanto, recorrer à discussão do que seria uma decisão razoável. Ora, do mesmo modo que um julgador não está apto a aferir a razoabilidade de uma decisão, este mesmo aplicador da lei, pautado nos mesmos motivos, teria condições de dizer o que seria uma estrutura razoável, indo de encontro, pois, à “mera” opinião dos mais interessados em fazer com que a companhia efetivamente dê certo?

Acredita-se, aliás, que concentrar nas mãos de um julgador quais seriam as políticas razoáveis para a companhia acaba sendo mais absurdo do que o quanto discutido outrora, no que concerne à decisão do administrador.

É que, enquanto naquele caso há a questão da dissociação entre propriedade e gestão, distanciando, em regra, os tomadores de decisão dos impactos dos seus resultados, sem falar na exigência do raciocínio em um curto lapso temporal somada a toda pressão envolvida no momento da decisão; neste, ao contrário, são os próprios titulares da propriedade, aqueles que percebem os reflexos do regime de responsabilidade civil dos administradores através do retorno dos seus investimentos, que chegam a um consenso refletido do que seria melhor para a companhia.

O fato da estrutura da governança corporativa respingar nos próprios acionistas faz com que estes tornem-se principais interessados em manter o equilíbrio de acordo com as peculiaridades da companhia, considerando a possibilidade de auferir altos lucros e a chance de responder, com os seus investimentos, por prejuízos mais elevados decorrentes das decisões dos administradores.

Nesta linha de raciocínio é que se entende que ficaria a critério de cada companhia restringir ou elastecer o sistema de responsabilidade civil dos seus administradores, posto que destinatária de suas próprias consequências.

Valendo-se, a título ilustrativo, do dever de diligência, já que o mais controvertido e discutido

dentre os demais, recorre-se ao entendimento de Jorge Lobo, que ao tratar da governança corporativa elucida que a observância estrita – e acanhada – do aludido dever dificulta e, por vezes, impede a companhia de alcançar altos lucros, razão pela qual, mitigando o seu rigor, há o prudente arbítrio e a discricionariedade esclarecida que se manifesta através da ponderação dos prós e contras das condutas dos administradores no exercício dos poderes de gestão interna e externa.<sup>284</sup>

Não por outro motivo, aliás, que nos Estados Unidos da América, para além de mitigar o rigor do dever de diligência, surgiu a possibilidade “excluí-lo”.

Explica-se.

No caso *Smith vs. Van Gorkom*, em 1985, os administradores da *Trans Union Corp.* foram condenados pela aprovação de uma fusão sem o cuidado que a Suprema Corte do Estado de Delaware esperava, devido ao curto lapso temporal que tinham para a apresentar uma resposta. Isto dispersou preocupação nas salas de reuniões das companhias, posto que os gestores foram condenados agindo aparentemente em consonância com a postura adotada pelos demais quando em circunstâncias semelhantes, razão pela qual acrescentou-se à *Delaware General Corporation Law* a regra da *Section 102(b)(7)*, possibilitando convencionar, nos estatutos sociais das companhias, cláusula excludente de responsabilidade civil dos administradores que violarem o *duty of care*:<sup>285</sup>

*(7) 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 section 174 of this Title, or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this subsection to a director shall also be deemed to refer to a member of the governing body of a corporation which is not authorized to issue capital stock.*<sup>286</sup>

---

<sup>284</sup> LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2006, ano XLV, n. 142, p. 152.

<sup>285</sup> GROESSL, Jonathan W. Delaware's new section 102(b)(7): boon or bane for corporate directors?. **DePaul law review**. Chicago: College of Law at Via Sapientiae, 1988, vol. 37, n. 7, p. 418.

<sup>286</sup> Tradução livre: Uma disposição que elimine ou limite a responsabilidade pessoal de um administrador para a companhia ou seus acionistas por dano monetário por violação de dever fiduciário como conselheiro, desde que tal disposição não elimine ou limite a responsabilidade de um conselheiro (i) por qualquer violação do dever de lealdade do conselheiro para com a companhia ou seus acionistas, (ii) por atos ou omissões que não sejam de boa-fé ou que envolvam má conduta intencional ou violação de conhecimento da lei, (iii) nos termos da seção 174 do presente título, ou (iv) para qualquer transação de que o conselheiro tenha obtido um benefício pessoal impróprio. Nenhuma disposição deste tipo eliminará ou limitará a responsabilidade de um conselheiro por qualquer ato ou omissão ocorrida antes da data em que tal disposição entre em vigor. Todas as referências nesta

A maioria das companhias aderiu à aludida cláusula em seus estatutos sociais, de modo a eliminar ou limitar a responsabilidade dos administradores da companhia em face dos seus acionistas por decisões desastrosas em que foram tomadas sem a observância do dever de diligência. Nestes casos, quando as decisões dos administradores se revelarem desastrosas, a condenação do ressarcimento dos prejuízos ocasionados só se faz possível se diante de desrespeito aos demais elementos da *business judgment rule*, já que, conforme expressamente mencionado na própria regra da *Section 102(b)(7)*, estes não são passíveis de se serem afastados pela disposição do estatuto social.<sup>287</sup>

O propósito da autorização da aludida cláusula foi esclarecido pela Suprema Corte do Estado de Delaware, nos seguintes termos:

*The purpose of Section 102(b)(7) was to permit shareholders – who are entitled to rely upon directors to discharge their fiduciary duties at all time – to adopt a provision in the certificate of incorporation to exculpate directors from any personal liability for the payment of monetary damages for breaches of their duty of care, but not for duty of loyalty violations, good faith violations and certain other conducts.*<sup>288</sup>

Assim, tem-se como fundamento incentivar os administradores a assumirem estratégias arriscadas, mas potencialmente maximizadoras de valor, desde que o façam em “boa luta”.<sup>289</sup>

Entende-se, pois, que a grande questão enfrentada, no que se refere à subjetividade dos elementos da *business judgment rule*, não se trata da rigidez, tampouco da flexibilidade aferida pelo sistema de responsabilidades civil dos administradores, mas do momento em que estes moldes são delineados, já que apenas à luz do caso, quando efetivamente concretizado, ou seja, *a posteriori*, revelados.

É dizer: depois que o administrador encorajou-se a, em nome da companhia, tomar uma decisão arriscada que entendeu como promissora, depois que a decisão demonstrou-se desastrosa, é que haverá o caso concreto, é que se analisará o que constitui, nas circunstâncias daquela companhia, aquele elemento. Insta salientar, ainda, a influência de algumas variantes

---

subseção a um conselheiro também devem ser consideradas como se referindo a um membro do órgão de administração de uma companhia que não está autorizada a emitir capital social. (DELAWARE. **Delaware general corporation law**. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/sessionlaws/ga133/chp289.shtml>>. Acesso em: 22 nov. 2016).

<sup>287</sup> HOLLAND, Randy J. Delaware director’s fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 700.

<sup>288</sup> Tradução livre: O propósito da seção 102(b)(7) era permitir que os acionistas – que têm o direito de depender dos conselheiros para desempenhar suas obrigações fiduciárias em todos os momentos – adotem uma disposição no certificado de incorporação para exculpar os conselheiros de qualquer responsabilidade pessoal pelo pagamento de danos monetários por violação ao dever de diligência, mas não por violação ao dever de lealdade, por violação da boa fé e de outras certas condutas. (Emerald Partners, vs. Berlin, 787 A.2d 85 (Del. 2001). Disponível em: <<https://casetext.com/case/emerald-partners-v-berlin-8>>. Acesso em: 22 nov. 2016).

<sup>289</sup> CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 397.

neste juízo de valor, notadamente as acusações dos acionistas com vistas a reaver o prejuízo desencadeado pela decisão desastrosa do administrador.

O que se propõe através da governança corporativa, portanto, é antecipar a discussão de acordo com as peculiaridades de cada companhia. Sendo assim, se a companhia for constituída por acionistas mais ousados, se estes acreditarem piamente na probidade e no engajamento dos administradores que elegeram, ou por qualquer razão que se fizesse conveniente, flexibilizaria o regime de responsabilidade civil dos administradores. Por outro lado, se os acionistas forem mais comedidos, ou se não confiarem às cegas nos membros que compõem a administração, enrijeceria, oras, o sistema.

Deste modo, ciente das políticas da companhia, ficaria a critério do administrador ousar ou não na sua gestão, estando consciente do que teria que enfrentar por eventuais prejuízos desencadeados pelas suas decisões, reduzindo a hipótese, ou mesmo afastando, de “pisar em falso” ao agir acreditando estar respaldado pela proteção da *business judgment rule* e, apenas mais adiante, diante do julgador, se dar conta de que não está e acabar sendo condenado. Daí porque “o combinado definitivamente não sai caro”.

Nelson Eizirik, não obstante compreender que a governança corporativa propõe-se a aperfeiçoar a administração das companhias, de modo a complementar as normas legais, estatutárias e corporativas, sendo úteis para orientar o comportamento dos seus gestores, fornecendo-lhes linhas de condutas recomendáveis, sustenta que esta não tem qualquer feição de normas ou princípios jurídicos e, por assim dizer, acredita que não acarreta qualquer sanção aos que não a seguem.<sup>290</sup>

Bernardo Lopes Portugal, por outro lado, entende pelo caráter jurídico intrínseco da governança corporativa. Isto porque, acredita ser a Lei das Sociedades por Ações, o Código Civil e o respectivo estatuto social complementados pelo acordo de acionistas e demais normas internas emanadas pelos órgãos societários, sendo estas inequivocamente fontes legais sob o seu aspecto material e daí o seu caráter jurídico inegável.<sup>291</sup>

Nesta linha de raciocínio, do mesmo modo que o conteúdo das normas legais de um país depende do sentido e da ideologia que os legisladores as ofereçam, através do processo de elaboração das leis, os estatutos sociais, regimentos internos e outras normas editadas pelas

---

<sup>290</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2, p. 255-256.

<sup>291</sup> PORTUGAL, Bernardo Lopes. Governança corporativa: histórico, atualidade do tema em geral e sua aplicabilidade cada vez maior à realidade das pequenas e médias empresas. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 34.

companhias dependem da competente deliberação societária. Daí porque resta evidente a possibilidade de, em se alcançando um consenso mínimo do que sejam normas consideradas como boas práticas de governança corporativa, influir na forma de atuação de todos os envolvidos.<sup>292</sup>

Entende-se, pois, que para se alcançar as boas práticas da governança corporativa, torna-se fundamental a detenção do poder jurídico de limitar a atuação dos membros da companhia.<sup>293</sup>

---

<sup>292</sup> PORTUGAL, Bernardo Lopes. Governança corporativa: histórico, atualidade do tema em geral e sua aplicabilidade cada vez maior à realidade das pequenas e médias empresas. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, 34-35.

<sup>293</sup> *Ibidem*, p. 36.

## 5 CONCLUSÃO

Ao longo do desenvolvimento deste estudo restou demonstrada a sensibilidade que permeia o vínculo entre os acionistas e os administradores de companhias, diante do fenômeno da fragmentação entre propriedade e gestão. Evidenciou-se ainda que a desarmonia deste liame compromete a eficiência da companhia, cujos impactos ultrapassam as suas paredes, alcançando a economia e, conseqüentemente, refletindo na sociedade como um todo.

Com vistas a tentar equilibrar a aludida equação é que o ordenamento jurídico brasileiro estabeleceu deveres a serem observados pelos administradores quando do exercício das suas funções, de cuja infração acarreta responsabilidade pessoal; e, em contrapartida, determinou as suas obrigações como sendo obrigações de meio, partindo-se do pressuposto de que, ainda que o administrador observe todos os seus deveres, não significa que atingirá o quanto pretendido por ele e esperado pelos acionistas, notadamente pelas incertezas inerentes à atividade mercantil.

Dentre as obrigações dos administradores, esta pesquisa debruçou-se sobre aquela que se sobressai: a tomada de decisão. Neste contexto, conforme demonstrado, as ferramentas utilizadas pelo instituto da responsabilidade civil do sistema normativo pátrio não se fizeram suficientes para alcançar o equilíbrio necessário a harmonizar o impasse do que os administradores temem dos acionistas e do que os acionistas esperam dos administradores – e vice-versa.

Sendo assim, esclareceu-se neste ensaio que, em observância ao peso que carrega a tomada de decisão dos administradores, surgiu, na jurisprudência norte-americana, a *business judgment rule*, com vistas a resguardar a discricionariedade das aludidas decisões, revestindo-as, para tanto, da presunção de que foram tomadas conscientemente, de modo leal, diligente e de boa-fé, afastando a revisão do mérito pelos julgadores e restringindo a análise ao processo decisório.

Não obstante toda discussão acerca da recepção da *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que se demonstrou que (i) a tomada de decisão constitui uma das obrigações dos administradores para com a companhia; e (ii) a obrigação daqueles diante desta é uma obrigação de meio, elucidou-se que não assiste razão para a regra ser encarada com estranheza, posto que o próprio sistema normativo pátrio prescreve a sua premissa elementar: o que tem que ser observado na decisão do gestor é o processo decisório, e não a decisão em si, tampouco o seu resultado.

Não por outro motivo, aliás, a recepção da *business judgment rule* na sua integralidade no ordenamento jurídico brasileiro através do *caput* do art. 158 da Lei das Sociedades por Ações, o que é apenas mais um reflexo da tendência de especialização a que a sociedade como um todo vem seguindo, ante a sua sempre crescente complexidade. Daí que se esclareceu que a regra cuidou apenas de moldar o instituto da responsabilidade civil à realidade das sociedades anônimas, tratando de elencar elementos inerentes ao “mundo das companhias” a serem observados como parâmetro para averiguação da retidão do processo decisório dos administradores.

Contudo, ao longo desta pesquisa percebeu-se que os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, enquanto *standards*, apontam apenas o que esperam dos administradores durante o processo decisório para que estes façam jus à proteção da regra, não descrevendo os caminhos que devem ser trilhados para tanto.

Como efeito da ampla e flexível margem de interpretação dos elementos da regra, restou demonstrada a destreza da subsunção ao caso concreto, posto que capazes de acompanhar a evolução a que se encontra suscetível a sociedade como um todo, as próprias companhias e as técnicas de administração, bem como de se adequarem aos mais distintos contextos que se encontram inseridas cada companhia. Levou-se à pauta ainda a insegurança jurídica que emana da subjetividade dos elementos em apreço, vez que deixam os administradores à mercê do entendimento dos julgadores do que seria cada um deles *a posteriori*, não tendo os gestores plena ciência dos seus limites e possibilidades *a priori* e, não fosse o suficiente, constituem verdadeiros desafios de interpretação.

Diante desses efeitos, discutiu-se acerca da eficácia da *business judgment rule*, entendendo pelo seu comprometimento, já que a insegurança jurídica pode tornar tímidas as decisões dos seus administradores e impedir a companhia de auferir altos lucros, não atingindo a regra o propósito para o qual foi pensada.

Sugere-se, assim, a governança corporativa como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule*, propondo, portanto, para além de moldar a responsabilidade civil à luz do “mundo das companhias”, adequar a *business judgment rule* em consonância com as intimidades que resguardam cada sociedade anônima, transformando, para tanto, os *standards*, que se prestam a apontar uma direção, em regras, que traçam um caminho a ser seguido.

Daí que a objetivação dos elementos em consonância com as peculiaridades de cada companhia proporcionaria, para além da destreza da subsunção ao caso concreto, posto que feitas a partir dos seus próprios moldes, a segurança jurídica dos administradores, na medida em que anteciparia a discussão do que realmente seria cada elemento no contexto de cada companhia, norteando os administradores conforme o quanto esperando pelos próprios acionistas, não deixando para o fazer apenas quando instaurado o conflito, tampouco a cargo dos julgadores.

Assim, se os elementos utilizados como parâmetro para a aplicação da *business judgment rule* encarregam-se apenas por apontar a direção a ser seguida, deixando a critério do administrador traçar o meio adequado para atingir tal fim, conclui-se como sendo possível deixar a cargo dos próprios acionistas moldá-los de acordo com o que realmente esperam da gestão da sua propriedade.



## REFERÊNCIAS

- ABRAMCZUK, André. **A prática da tomada de decisão**. São Paulo: Atlas, 2009.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de s/a e ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ÁVILA, Humberto. **Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos**. 17.ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2016.
- BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. Los Angeles: Law & Economics Research Paper Series, 2003, n. 3.
- BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 461-494.
- BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 257-274.
- BLACK, Lewis S. **Por que as sociedades escolhem Delaware**. Delaware: Delaware Department of State, 2007.
- BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6a.ed. Nova York: Aspen Publishers, 2009, vol. I.
- BLOK, Marcella. *Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas*. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 2009, vol. 46, p. 129-162.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 14.ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- BRANSON, Douglas M. The rule that isn't a rule – the business judgment rule. **Valparaiso University law review**. Valparaiso: ValpoScholar, 2002, vol. 36, n. 3, p. 631-654.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 15 maio 2016.
- \_\_\_\_\_. **Lei nº 10.406 de 10, de janeiro de 2002**. Institui o código civil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 17 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009.**

Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst480consolid.pdf>>.

Acesso em: 4 ago. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº

03/02 – Comissão de Inquérito. Indiciados: Arthur Yuwao Uenoyama, Arno Schindler e Friedel Schindler. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212\\_PAS\\_0302.pdf](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf)>

. Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº

08/05 – Comissão de Inquérito. Indiciados: Anna Cecília de Magalhães Coutinho Dutra da Silva, Bernardo Afonso de Almeida Gradin, Brasken S/A, José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha, Marcelo André Lajchter, Maurício Roberto de Carvalho Ferro, Nordeste Química S/A, Odebrecht S/A, Paul Elie Altit, Peter Dvorsak, Petrobras Química S/A, Sérgio Alfredo Thiesen e Sergio Valadares Portella. Diretor-Relator: Eli Loria. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212\\_PAS\\_082005.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212_PAS_082005.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº

RJ2005/1443. Acusados: Carlos Eduardo Trois de Miranda, Felícia Leigh Bellows, Ivan Müller Botelho, Marcílio Marques Moreira, Maurício Perez Botelho, Omar Carneiro da Cunha Sobrinho, Ricardo Perez Botelho e Thomas Gregg Cauchois. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510\\_PAS\\_RJ20051443.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador CVM nº

RJ2005/8542. Acusado: Banco Westlb do Brasil S/A. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829\\_PAS\\_RJ20058542.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.349.233/SP – Proc.

(2012/0113956-5). Recorrente: Luiz Augusto Müller. Recorrido: Benedito Augusto Müller.

Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília, DJe 05 fev. 2015. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num\\_registro=201201139565&dt\\_publicacao=05/02/2015](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201201139565&dt_publicacao=05/02/2015)>. Acesso em: 15 maio 2016.

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

\_\_\_\_\_. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Disponível em: <[http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio\\_resumo2012/relatorios\\_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf](http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Pedro%20Henrique%20Castello%20Brigagão.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1991.

CAHN, Andreas; DONALD, David, C. **Comparative company law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA**. New York: Cambridge University Press, 2010.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 1.

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5a.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 2.

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade civil de administradores e de acionistas controladores perante a lei das s/a. **Doutrinas essenciais de responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out. 2011, vol. 3, p. 175-188.

COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade dos administradores das sociedades por ações. **Revista do ministério público**. Rio de Janeiro: Procuradoria Geral de Justiça, 1995, n. 5, p. 68-91.

\_\_\_\_\_. **Curso de direito comercial**. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, vol. 2.

COSTA, Judith Martins. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 1.ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

DELAWARE. **Delaware general corporation law**. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/sessionlaws/ga133/chp289.shtml>>. Acesso em: 22 nov. 2016.

DINIZ, Maria Helena. **Compêndio de introdução à ciência do direito**. 25.ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

EBRAHIM, Munássir. **O *business judgment rule* e o *corporate governance*: uma visão pessoal coligida da interdisciplinaridade entre as ciências económicas e de gestão no direito societário**. 1.ed. Lisboa: Chiado Editora, 2016.

EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham law review**. New York: The Fordham Law Archive of Scholarship and History, 1993, vol. 62, p. 437-468.

EIZIRIK, Nelson. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 1.

\_\_\_\_\_. **A lei de s/a comentada**. 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 2.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 1984, ano XXIII, n. 56, p. 47-62.

FERREIRA NETO, Ermiro. *Business judgment rule* e responsabilidade civil do administrador: ensaio sobre a função da doutrina na construção de modelos jurídicos. **Revista fórum de direito civil**. Belo Horizonte: Editora Fórum, set./dez. 2015, ano I, n. 1, p. 61-80.

\_\_\_\_\_. Lealdade, diligência e a *business judgment rule*: elementos para uma análise à luz do direito brasileiro. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 135-152.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Direito empresarial**. 4.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, vol. 1.

FRANZIM, Luciene. A governança corporativa e a responsabilidade civil dos administradores. In: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 153-172.

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de s/as**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, ano XVI, n. 26, p. 35-49.

GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of law and commerce**. Pittsburgh: University of Pittsburgh School of Law, 1987, vol. 7, p. 225-242.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Ferreira. Características da sociedade anônima. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, vol. 2, p. 321-344.

\_\_\_\_\_. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**. 2.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**. 10.ed. São Paulo: Saraiva, 2013, vol. 2.

GOMES, Luiz Flávio; BIANCHINI, Alice. **Das imunidades e prerrogativas dos parlamentares**. Jusbrasil. Disponível em: <<http://professoraalice.jusbrasil.com.br/artigos/315644894/das-imunidades-e-prerrogativas-dos-parlamentares>>. Acesso em: 27 out. 2016.

GOMES, Luiz Flavio Autran Monteiro; GOMES, Carlos Francisco Simões. **Tomada de decisão gerencial: enfoque multicritério**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

GROESSL, Jonathan W. Delaware's new section 102(b)(7): boon or bane for corporate directors?. **DePaul law review**. Chicago: College of Law at Via Sapientiae, 1988, vol. 37, n. 7, p. 411-445.

HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **Journal of business law**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law School, 2009, vol. 11, p. 675-701.

HOUAISS, Antônio; FRANCO, Francisco Manoel de Mello; VILLAR, Mauro de Salles. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Objetiva, 2001.

LABRUNA, Vivian. A influência da governança corporativo no direito societário brasileiro moderno. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GONÇALVES, Oksandro (Coord.). **Revista de direito empresarial**. Curitiba: Juruá Editora, jul./dez. 2007, n. 8, p. 171-189.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2006, ano XLV, n. 142, p. 141-154.

MAMEDE, Gladston. **Direito empresarial brasileiro**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

\_\_\_\_\_; MAMEDE, Eduarda Cotta. **Blindagem patrimonial e planejamento jurídico**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **Willian & Mary business law review**. Williamsburg: Willian & Mary Law School Scholarship Repository, 2013, vol. 4, n. 2, p. 521-574.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, t. L.

MONTEIRO, Agnaldo Bahia. Políticas de *compliance*: gestão de conformidade e governança corporativa. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 245-257.

MORAES, Armando Hélio Almeida Monteiro de. Os princípios norteadores da governança corporativa e suas aplicações às pequenas e médias empresas. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 45-55.

MORAES, Luiza Rangel de. *Business judgment rule* e sua aplicação no direito brasileiro e na apuração de responsabilidade dos administradores de companhias abertas em processos administrativos sancionadores. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, abr./jun. 2013, vol. 60, p. 127-149.

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

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**. São Paulo: Revista dos Tribunais, mar. 2015, vol. 953, p. 51-74.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 27.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015, vol. 2.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A governança corporativa e os órgãos de administração. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 73-116.

PORTUGAL, Bernardo Lopes. Governança corporativa: histórico, atualidade do tema em geral e sua aplicabilidade cada vez maior à realidade das pequenas e médias empresas. *In*: PORTUGAL, Bernardo Lopes (Coord.); ZIMMERMANN, Lucia Vidigal (Org.). **Governança corporativa para pequenas e médias empresas**. São Paulo: LTr, 2015, p. 25-43.

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

RIBEIRO, Júlio César de Lima. A transposição da *business judgment rule* para o regime da responsabilidade de administradores em Portugal e no Brasil. **Revista dos tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nov. 2013, vol. 937, p. 391-433.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros Editores, abr./jun. 2003, ano XLII, n. 130, p. 180-206.

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

SOUZA, Nadialice Francischini de. **A governança corporativa como instrumento de efetividade do direito fundamental de propriedade nas sociedades anônimas**. 142 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal da Bahia: Salvador, 2015.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. 3.ed. rev. e atual. Forense: Rio de Janeiro, 1959, vol. 1.

WOLFE, Richard P. The fiduciary duty of directors and officers under the Louisiana business corporation act of 2014. **Loyola law review**. New Orleans: Loyola University New Orleans, 2014, vol. 60.