

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

Gustavo Stenzel Sanseverino

**A CARACTERIZAÇÃO NORMATIVA DO DEVER DE DILIGÊNCIA DOS
ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Porto Alegre

2015

GUSTAVO STENZEL SANSEVERINO

**A CARACTERIZAÇÃO NORMATIVA DO DEVER DE DILIGÊNCIA DOS
ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Monografia de conclusão de curso apresentada à Banca Examinadora como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Área de concentração: Direito Societário.

Orientador: Professor Doutor Luis Renato Ferreira da Silva.

Porto Alegre

2015

GUSTAVO STENZEL SANSEVERINO

**A CARACTERIZAÇÃO NORMATIVA DO DEVER DE DILIGÊNCIA DOS
ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Monografia de conclusão de curso a ser apresentada à Banca Examinadora como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Área de concentração: Direito Societário.

Monografia a ser apresentada em 15 de dezembro de 2015.

BANCA EXAMINADORA

Professor Doutor Luis Renato Ferreira da Silva (Orientador)

Professor Doutor Luis Felipe Spinelli

Professor Doutor Rodrigo Tellechea

RESUMO

O presente trabalho visa a delinear caracterização normativa do dever de diligência dos administradores das sociedades anônimas. Considerando o dever de diligência como espécie do gênero da *deontologia societária*, o estudo examina os aspectos econômicos, finalísticos e normativos que condicionam, a partir da noção de relação fiduciária, o significado dos deveres fiduciários. Na sequência, descreve-se a topografia legal em que o dever de diligência está inserido. Com base na investigação dos significados da *diligentia* e do *duty of care*, a pesquisa aborda as origens e as influências do artigo 153 da Lei 6.404/76. Em relação às representações do dever de diligência, apontam-se o dever de se informar, o dever de vigiar e o dever de investigar como manifestações positivas da atuação diligente do administrador. Quanto à maleabilidade na aplicação do *standard* da diligência, será demonstrado que os modos de incidência variam conforme o tipo da relação fiduciária. Por fim, delimita-se a compatibilização entre a *business judgment rule* e o dever de diligência no direito brasileiro.

Palavras-chave: direito societário; deveres fiduciários; dever de diligência; *business judgment rule*.

ABSTRACT

This paper discusses the normative features of the duty of care imposed on corporate managers (i.e. directors and officers). Regarding the fiduciary duties as the genre comprising the duty of care, multiple aspects – i.e. economic, teleological and normative – of the fiduciary relationship between the corporation and its managers are analyzed in order to establish a conceptual framework of the fiduciary duties. Then, the paper describes the legal topography in which the duty of care is inserted. By means of an investigation about the possible meanings of *diligentia* in the Civil law and the *duty of care* in the Common law, the essay explains the roots and influences that those concepts have had on article 153 of the Brazilian Corporations Act. As nuclear sub-duties of the duty of care, this essay presents the duty to inform themselves, the duty to monitor and the duty to investigate applicable to companies' managers. Concerning the malleability of the duty of care, this paper demonstrates that the modes of application of such a standard are influenced by the kind of fiduciary relationship established between the corporation and its managers. Finally, this paper analyses the harmonization between the *business judgment rule* and the duty of care in the context of the Brazilian Corporations Act.

Key-words: corporate law; fiduciary duties; duty of care; business judgment rule.

AGRADECIMENTO

Agradeço aos meus pais, Carminha e Paulo, e à minha irmã, Luíza, pelo amor incondicional e o cuidado constante ao longo de cada etapa da minha vida.

Agradeço à Martha por alimentar a minha rotina com todo o amor da nossa relação, energia capaz de tornar o mais simples dos momentos em algo especial.

Agradeço ao Professor Luis Renato não só pela orientação segura e atenta deste trabalho, mas por ser um contínuo exemplo das maiores virtudes da docência: ensinar com humildade, profundidade e clareza.

Também agradeço aos grandes amigos com os quais compartilhei os melhores momentos desta inesquecível caminhada na Faculdade de Direito, nas pessoas de Alexandre Chwartzmann, Eduardo Halperin, Erika Donin, Luciano Piva, Marcelo Leite, Marcelo Tosin e Rafael “Taga” Xavier.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS	11
1.1. A ESTRUTURA ECONÔMICA DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (<i>OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: POR QUÊ?</i>).....	11
1.1.1. O “Problema de Agência” no Direito Societário	12
1.1.2. O fenômeno da “Incompletude Contratual”.....	16
1.2. OS FINS E OS MEIOS DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (<i>OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: PARA QUÊ?</i>).....	21
1.2.1. As Finalidades dos Deveres Fiduciários.....	22
1.2.2. A Regulação dos Deveres Fiduciários por meio de <i>Standards</i>	26
1.3. OS PRESSUPOSTOS PARA UMA APROXIMAÇÃO CONCEITUAL DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS. (<i>OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: O QUE SÃO?</i>).....	31
1.3.1. <i>A Relação Fiduciária entre administrador e companhia</i>	32
1.3.2. Conceito (aproximativo) dos deveres fiduciários.....	35
1.4. ORIGEM, ACLIMATAÇÃO E ESPÉCIES DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (<i>OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: COMO SURGIRAM?</i>).....	38
1.4.1. A influência anglo-americana na disciplina dos deveres fiduciários da Lei 6.404/76	39
1.4.2. Deveres fiduciários em espécie na Lei das S.A.	42
2. DO DEVER DE DILIGÊNCIA	47
2.1. A FILOLOGIA DO DEVER DE DILIGÊNCIA.....	47
2.1.1. O significado da <i>diligentia</i> do homem ativo e probro	47
2.1.2. O significado do <i>duty of care</i> no direito norte-americano.....	52
2.2. AS REPRESENTAÇÕES DO DEVER DE DILIGÊNCIA	58
2.2.1. Dever de se informar.....	59
2.2.2. Dever de vigiar.....	63
2.2.3. Dever de investigar.....	67
2.3. A GRADATIVIDADE DO DEVER DE DILIGÊNCIA.....	70
2.3.1. A aplicação do dever de diligência e o Conselho de Administração.....	71
2.3.2. Dever de diligência e a estrutura da companhia	78
2.4. A RELATIVIZAÇÃO DO DEVER DE DILIGÊNCIA.....	83
2.4.1 <i>A Business Judgment Rule</i> no direito brasileiro	83

2.4.2. A compatibilização entre o dever de diligência e a <i>business judgment rule</i>	89
CONCLUSÃO.....	93
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	96

INTRODUÇÃO

A sociedade anônima – também qualificada como a “máquina jurídica”¹ da modernidade – consiste num instrumento fundamental para a mobilização de capitais e convergência de técnicas e pessoas na realização de um objetivo comum, revelando-se como o principal *locus* para o empreendimento, a assunção de riscos e a inovação numa economia de mercado. Na estrutura da companhia, a administração ocupa papel central, sendo “o ponto em torno do qual tudo orbita e destino final de todas as construções e institutos”² no direito societário.

Nesse contexto, as atribuições e as prerrogativas para a execução do objeto social são conferidas aos administradores, devendo-lhes ser garantido um amplo espectro de discricionariedade a fim de melhor realizarem os interesses da companhia. No entanto, o poder de gestão dos administradores não é fruto da tirania, nem fonte de irresponsabilidade, competindo ao direito societário a função de desenvolver estruturas normativas para a conformação do exercício desse poder. Longe de imporem excessos utópicos, os deveres fiduciários surgem como mecanismos jurídicos a fim de estabelecer os parâmetros de atuação dos gestores do patrimônio social, tutelando imediatamente a companhia e mediatamente os seus acionistas³.

Na formulação do atual diploma societário brasileiro, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira empregaram importantes esforços para a fixação de padrões referenciais de conduta que servissem de balizamento para uma atuação leal e diligente dos administradores em vista da realização do interesse social. Dentre os deveres fiduciários, a doutrina convencionou que o dever de diligência e o dever de lealdade seriam os protagonistas. Em específico, o artigo 153⁴ da Lei das S.A. foi apresentado com pompa e circunstância na Exposição de Motivos, tendo sido qualificado como o padrão de conduta a partir do qual todas as demais normas de índole fiduciária são meros desdobramentos. No entanto, a promissora centralidade do dever de diligência

¹ Tal é a definição de George Ripert, trazida por Lamy Filho e Bulhões Pedreira (“Formação e Desenvolvimento das Sociedades por Ações”. In: *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 27).

² MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de direito das sociedades*. Das Sociedades em especial. 2ª ed. v. 1, n. 298, p. 790.

³ Como se desenvolverá ao longo da exposição, os deveres fiduciários também visam a contribuir para a formação de um arcabouço institucional apto à promoção de um mercado de capitais sólido.

⁴ BRASIL. Lei 6.404/76. Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

não se confirmou na sua operacionalização, uma vez que tanto as construções doutrinárias quanto os avanços jurisprudenciais revelam certa primazia do dever de lealdade na definição dos limites da atuação dos administradores das companhias. Em termos coloquiais, a experiência societária brasileira exteriorizou o entendimento de que é mais fácil se identificar um administrador desonesto do que um gestor desastrado.

A identificação de uma gradual perda de influência do dever de diligência em comparação com o dever de lealdade não foi um fenômeno percebido apenas no direito societário brasileiro. Na experiência societária norte-americana, Richard Dyson já alertava, em 1960, que o *duty of care* era o mais intangível, o menos absoluto e o mais excepcionável dos deveres fiduciários⁵. Nos anos 1980, enquanto o *duty of loyalty* se impunha soberanamente sobre a *business judgment rule*, a legislação societária do Estado de Delaware autorizava a inclusão de cláusula estatutária excludente da responsabilidade civil dos administradores por violação do dever de diligência. Nesta época, vozes contundentes antecipavam a “morte” do dever de diligência, qualificando-o como um “moribundo”⁶. No entanto, tal vaticínio não se mostrou acertado. Num movimento de ressignificação, o *duty of care* mostrou-se um standard suficientemente adaptável ao desenvolvimento das práticas de governança, desdobrando-se em novas manifestações a fim de manter ainda hoje um papel relevante na estruturação dos *fiduciary duties*.

No cenário dos deveres fiduciários no direito brasileiro, surge o questionamento a respeito de qual é o atual papel do dever de diligência. Como possível resposta, sustenta-se que a centralidade da diligência não consiste num mero artifício retórico, pois revela um conceito jurídico operacionalizável e conformador da atuação dos gestores do patrimônio social. Nesse sentido, o presente trabalho objetiva delinear a caracterização normativa do dever de diligência dos administradores da sociedade anônima, analisando-se as condicionantes, os contornos e as manifestações deste padrão de conduta.

⁵ DYSON, Richar B. “The Director’s Liability for Negligence”, *Indiana Law Journal*, volume 40, issue 3, Spring 1965.

⁶ DENT, George W. The Revolution in Corporate Governance, the Monitoring Board, and the Director’s Duty of Care. *Boston University Law Review*, Boston, vol. 61, n. 2, p. 623-681, Mar. 1981, p. 646, *apud*: PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

Em consideração à literatura nacional que já tratou do tema *dever de diligência dos administradores das companhias*⁷, observa-se que os autores convergiram quanto ao tipo de abordagem, uma vez que priorizaram a especificação das representações do dever de diligência, isto é, dos comportamentos positivos capazes de exteriorizar o cuidado do administrador na condução dos negócios sociais. Cumpre ressaltar que é inegável o mérito dessa abordagem, pois viabiliza uma aferição mais concreta de eventual violação do artigo 153 da Lei das S.A. ao exigirem-se do administrador comportamentos positivos como, por exemplo, o dever de se informar e o dever de monitorar os assuntos sociais.

Além da utilização da técnica de preenchimento do conteúdo normativo do dever de diligência por meio da especificação de comportamentos positivos, a presente investigação pautar-se-á pelos seguintes enfoques: de um lado, será priorizada uma interpretação do dever de diligência sob a ótica de uma relação fiduciária, aferindo-se os elementos caracterizadores da relação entre fiduciante (i.e. companhia) e fiduciário (i.e. administrador) para delimitar o modo de concreção normativa do dispositivo; de outro, analisar-se-ão verticalmente os principais casos apreciados pela Comissão de Valores Mobiliários concernentes à aplicação do *standard* da diligência, traçando os seus contornos fáticos e fundamentos decisórios; propõe-se, assim, uma busca de *precedentes (administrativos)* a fim de auxiliarem na precisão dos sentidos normativos albergados no artigo 153 da Lei das S.A..

Para tanto, o presente estudo será dividido em dois capítulos. No primeiro capítulo, será desenvolvido um conceito aproximativo a respeito do significado dos deveres fiduciários por meio da análise de suas diferentes facetas, examinando-se os fundamentos, as finalidades e a topografia da *deontologia societária*. No segundo capítulo, o *continuum* do preenchimento do conteúdo normativo do artigo 153 da Lei das S.A. ocorrerá em quatro atos, delineando-se a filologia, as representações, a gradatividade e a relatividade do dever de diligência.

⁷ Cabe citar as seguintes obras em ordem cronológica de publicação: PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005; RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006; SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009; e YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012.

1. DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS

1.1. A ESTRUTURA ECONÔMICA DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: POR QUÊ?)

A presente seção do trabalho visa a explicar o substrato fático que permeia a atuação dos administradores da companhia por meio da análise da *estrutura econômica*⁸ dos deveres fiduciários. Para que se compreendam as razões do surgimento dos *deveres fiduciários* como um mecanismo de regulação da conduta dos administradores, dois conceitos econômicos – já incorporados à doutrina societária – serão analisados, quais sejam: *o problema da agência* e *o fenômeno da incompletude contratual*. Antes de analisarmos o alcance jurídico dos *deveres fiduciários* como *standards* de conduta, cabe observar quais são os possíveis comportamentos e as contingências que permeiam a atuação dos administradores no âmbito da companhia.

Quanto ao primeiro ponto, descreveremos a relação entre “principal” e “agente” para, em seguida, estabelecer os três *tipos-ideais* de exteriorização do problema de agência numa realidade de dispersão acionária, na qual os *custos de monitoramento* tendem a exacerbar a dificuldade dos “principais” em controlar a conduta do “agente”. Na sequência, *o problema de agência* será contextualizado diante da realidade brasileira de concentração acionária, pontuando-se que, em tais cenários, há uma inevitável sobreposição de dois desses *tipos-ideais*.

No que se refere ao fenômeno da *incompletude contratual*, serão explicados, inicialmente, os fatores que inviabilizam a formação de um contrato perfeito e absolutamente completo. Na sequência, demonstrar-se-á que os *deveres fiduciários* surgem como mecanismo para o preenchimento das lacunas contratuais, analisando-se dois modelos doutrinários distintos sobre a operacionalização e a aplicação dos *fiduciary duties*.

⁸ A expressão “estrutura econômica dos deveres fiduciários” é uma alusão à clássica obra: EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

1.1.1. O “Problema de Agência” no Direito Societário

Na teoria econômica, o *problema de agência* surge em toda e qualquer situação em que a preservação dos interesses de um sujeito (“principal”) depende da conduta tomada por outro indivíduo (“agente”). Nesse contexto, é fundamental que haja um alinhamento de interesses entre “agente” e “principal” a fim de que aquele não aja de maneira oportunista e em prejuízo deste⁹, uma vez que a *assimetria de informação* existente nessa relação impossibilita o pleno monitoramento sobre a atuação daquele sujeito ao qual foi confiada a administração do patrimônio de outrem. Os *problemas de agência* abrangem, portanto, os *custos de representação*¹⁰ decorrentes da inevitável incerteza a respeito da adequação da conduta do “agente”.

O âmbito da sociedade anônima é um ambiente fértil para o surgimento de problemas de agência, uma vez que, numa estrutura societária com potenciais custos de representação, há, por exemplo, o risco de se “colocar os interesses dos acionistas nas mãos de administradores desastrados e desonestos”¹¹. Nessa linha, Armour, Hansmann e Kraakman¹² identificam três *tipos-ideais* de problemas de agência, quais sejam: (i) o conflito entre acionistas e administradores; (ii) o conflito entre minoritários e acionista controlador; (iii) o conflito entre companhia e terceiros contratantes (e.g. credores, empregados e consumidores). Nessas três situações de conflito, a potencial conduta oportunista dos *agentes* – respectivamente, do administrador, do acionista controlador ou da própria companhia – pode comprometer a efetiva e adequada gestão da sociedade

⁹ Conforme a explicação de John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, o principal desafio para enfrentar os “custos de agência” é encontrar mecanismos que motivem o “agente” a agir no interesse do “principal”: “The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest” (“Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 35).

¹⁰ “Custos de Representação” é a opção terminológica de Mariana Pargendler para a tradução do conceito de *agency costs*: “os custos decorrem da singela intuição de que um representante autointeressado tenderá a perseguir o seu próprio interesse em detrimento dos interesses dos representados” (“Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015, pp. 51-74).

¹¹ CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, 7ª edição, atualizada por Roberto Carvalho de Mendonça, vol. 4, Livro II, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1964, p. 40 *apud* SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 25.

¹² ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 36.

anônima¹³, pois o *principal* não possui meios para aferir plenamente o modo pelo qual o *agente* está exercendo o poder que lhe foi delegado de administrar patrimônio alheio.

Cabe salientar que a divisão em três problemas de agência consiste numa aproximação conceitual que melhor descreve os conflitos existentes numa realidade societária de dispersão acionária. Conforme o tipo prevalente da estrutura de propriedade e da forma de controle de uma companhia, é possível identificar um grau de aproximação entre as figuras do *administrador* e do *acionista controlador*. Nesse sentido, a estrutura concentrada de capital poderá forjar uma eventual sobreposição de dois *tipos-ideais* de problemas de agência, colocando-se, de um lado, os *acionistas minoritários* como “principais” e, de outro, o *controlador-administrador* como “agente”. Por outro lado, num contexto de controle pulverizado (como aquele que se verifica nos Estados Unidos, por exemplo), observa-se frequentemente uma dissociação entre o gestor do patrimônio alheio e o bloco detentor do controle. Não por acaso, a inclusão de administradores independentes nos conselhos de administração foi medida adotada inicialmente no ambiente de governança corporativa norte-americano a fim de proteger os acionistas dos prejuízos decorrentes da condução da companhia em prol dos interesses pessoais dos seus gerentes¹⁴.

As nuances e as variações dos problemas de agência, moduladas pelo tipo de estrutura de propriedade societária (i.e. concentrada ou diluída) encontrada num determinado sistema, não atenuam a incidência dos deveres fiduciários. Como bem observa Calixto Salomão Filho, “a imposição de deveres fiduciários, pautados pelo principal objetivo de tutelar o interesse social, pode ser igualmente adotada em ambientes de dispersão ou concentração acionária”¹⁵.

¹³ Mariana Pargendler lembra que Adam Smith chegou a duvidar da viabilidade econômica da sociedade anônima, reafirmando a importância da imposição de deveres fiduciários para “a superação de tendências egoísticas que afligem a gestão da companhia” (“Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015, pp. 51-74).

¹⁴ Sheila Cerezetti relata o crescimento exponencial dos administradores independentes no *board* das companhias norte-americanas como importante mecanismo “no combate ao famoso *principal-agent problem*” (“Administradores Independentes e Independência dos Administradores - Regras societárias fundamentais aos estímulos do Mercado de Capitais Brasileiro”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coordenador). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 582. Vide também: HOPT, Klaus. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, *Revista de Direito GV*, vol. 7, janeiro-junho de 2008, p. 52.

¹⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. “Deveres Fiduciários do Controlador”, in: *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, p. 194, Nota de Rodapé 6.

Num contexto de prevalência de companhias com o controle pulverizado, a multiplicidade de acionistas promove o aumento dos *custos de monitoramento* em relação à conduta do agente, exacerbando, especialmente, o conflito entre acionistas e administradores. Nessa linha, a dispersão acionária implica em maiores dificuldades para a coordenação dos modos pelos quais se realizará o controle da atuação daquele que gere patrimônio alheio (i.e. do fiduciário). Armour, Hansmann e Kraakman pontuam a exacerbação dos *problemas de agência* em razão dos *custos de monitoramento* a partir das seguintes considerações: a uma, as dificuldades de coordenação entre os “principais” tendem a provocar maior delegação de competências decisórias para os “agentes”; a duas, a ampliação dos poderes de gestão do “agente” inviabiliza aferição da conduta deste¹⁶. Tais *custos de coordenação*, derivados dos problemas de ação coletiva de um grupo grande e disperso¹⁷, desaguam no fenômeno societário conhecido como *absenteísmo*¹⁸ cujas principais características são a passividade e o desinteresse dos acionistas em relação ao curso dos negócios da sociedade anônima. Deste modo, percebe-se que a pulverização acionária é capaz de provocar uma acentuação do conflito entre acionistas e administradores diante das dificuldades daqueles em coordenarem esforços para a efetiva aferição do empenho diligente e honesto tanto dos membros do conselho de administração quanto dos diretores.

De modo distinto à pulverização existente nos Estados Unidos, a estrutura de propriedade das sociedades anônimas no Brasil é historicamente de controle concentrado. Conforme observado, tal contexto de concentração da propriedade facilita a conjugação da figura do *administrador* com a do *acionista controlador*, provocando a sobreposição de dois problemas de agência. Na realidade brasileira, aquele que “usa efetivamente o seu poder para dirigir as atividades sociais”, nos termos do Artigo 116 da Lei 6.404/76, é a mesma figura que administra o patrimônio alheio de maneira

¹⁶ “Multiple principals will face coordination costs, which will inhibit their ability to engage in collective action. These in turn will interact with agency problems in two ways. First, difficulties of coordinating between principals will lead them to delegate more of their decision-making to agents. Second, the more difficult it is for principals to coordinate on a single set of goals for the agent, the more obviously difficult it is to ensure that the agent does the ‘right’ thing. Coordination costs as between principals thereby exacerbate agency problems” (“Agency Problem and Legal Strategies”, in: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, pp. 36-37).

¹⁷ PARGENDLER, Mariana, *Evolução Do Direito Societário: Lições Do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 230.

¹⁸ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 23, Nota de Rodapé 07.

específica. Na própria Exposição de Motivos da Lei das S.A., Lamy Filho e Bulhões Pedreira identificaram a correspondência entre os “sócios majoritários” e os “dirigentes” quando da justificação da disciplina dos deveres fiduciários no referido diploma legislativo, *in verbis*:

Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas - e, através delas, seus controladores e administradores - seja exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade.¹⁹

Nessa linha, Salomão Filho observa que, diante de uma estrutura de capital extremamente concentrada, “o controlador é administrador por excelência do patrimônio alheio”²⁰. A fim de serem protegidos os interesses da companhia, imediatamente, e os dos minoritários²¹, mediatamente, os deveres fiduciários acabam por estabelecer *standards* de conduta não só para os administradores, mas também para o acionista controlador, uma vez que, nos casos em que não há plena coincidência entre propriedade e controle, o bloco majoritário tende a se tornar também o gestor do patrimônio alheio²². Portanto, as exigências de diligência e de lealdade para com os administradores estendem-se aos acionistas controladores num contexto de concentração acionária.

Em síntese, os deveres fiduciários surgem como mecanismo normativo a fim de regular o problema de agência entre acionistas (*principals*) e administradores (*agents*). Sendo o administrador um gestor do patrimônio alheio, os custos de representação e de coordenação impedem que os acionistas possam controlar plenamente a conduta dos

¹⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: *A Lei das S.A.*, Renovar, 1992, p. 235.

²⁰ Calixto Salomão Filho observa que a compreensão da extensão dos deveres fiduciários na realidade societária brasileira depende da aferição do tipo de estrutura de capital dominante nas companhias, *in verbis*: “O controle extremamente concentrado é um dado histórico e determinante da realidade societária brasileira. Em face dessa realidade, o legislador brasileiro procurou ser realista. O sistema foi elaborado em torno da figura do acionista controlador, tratado como verdadeiro centro decisório da sociedade. (...) Ocorre que em função da realidade societária supradescrita, o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no direito brasileiro, onde além de determinar o seu destino último, também o administra na prática” (“Deveres Fiduciários do Controlador”, In: *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, pp. 193-194).

²¹ Cumpre pontuar que, nas sociedades anônimas de capital aberto, os deveres fiduciários também são instrumentos de proteção do próprio mercado de capitais, conforme se analisará no item 1.2.1 deste trabalho.

²² Nas palavras de Luis Felipe Spinelli, “quem administra (e/ou controla) uma companhia administra, na verdade, um patrimônio alheio” (In: *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 22).

agentes, acentuando-se tal dificuldade num contexto de dispersão acionária. Num sistema de propriedade concentrada como o brasileiro, há uma sobreposição de dois problemas de agência, que resulta na figura do *controlador-administrador*, ou seja, na identificação da posição de *acionista controlador* com a de *administrador*. Observa-se que, nesta hipótese de controle majoritário, o acionista controlador também conjuga a posição de gestor de patrimônio alheio, considerando que não há plena coincidência entre propriedade e controle²³, incidindo, portanto, a disciplina dos deveres fiduciários para pautar a conduta leal e diligente de tal “agente”²⁴.

1.1.2. O fenômeno da “Incompletude Contratual”

Os administradores das sociedades anônimas reúnem em suas mãos o poder efetivo de gestão social. Nesse sentido, seria legítimo o questionamento a respeito da razão pela qual não se elabora, quando da atribuição dos poderes e competências aos conselheiros e diretores, um estatuto social que disponha de modo minucioso e exaustivo sobre todas as condutas a serem seguidas pelos gestores do patrimônio alheio para a realização leal e diligente dos objetivos da companhia. Uma possível resposta a tal pergunta depende do reconhecimento da impossibilidade de se constituir um *contrato perfeito*²⁵ (ou absolutamente completo) que consiga prever quaisquer contingências futuras e abarque, antecipada e especificamente, todas as obrigações exigíveis dos administradores. Ao ponderar sobre o exercício de previsibilidade que pauta a formação de um negócio jurídico, Luis Renato Ferreira da Silva observa que o

²³ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 23, Nota de Rodapé 7.

²⁴ Pontuando o entrelaçamento entre poder formador (direito potestativo) e dever de consideração do sócio majoritário a fim de se garantir os interesses dos minoritários no direito societário alemão, Herbert Wiedeman cita o acórdão “*Victoria*” do Tribunal do Reich, em 1931: “RGZ 132, pp. 149,163: Do poder de decidir, através de deliberação majoritária, ao mesmo tempo também para a minoria e, com isso, indiretamente dispor dos seus direitos patrimoniais na sociedade, resulta, sem dúvida, o dever societário da maioria de levar em conta, nos limites do interesse coletivo, também os legítimos interesses da minoria, sem restringir desmesuradamente os seus direitos” (“Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas”, in: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coordenador). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 158). No contexto do direito societário norte-americano, Robert Hamilton e Richard Freer ressaltam que “controlling shareholders owe a fiduciary duty no to oppress minority shareholders or the corporation” (in: *The Law of Corporations in a nut shell*. Sixth Edition. St. Paul: West Publishing, 2011, p. 152).

²⁵ Para os fins da presente seção do Trabalho, convencionou-se que a noção de “contrato perfeito” abrange também a inviabilidade de se elaborar um diploma legislativo absolutamente completo.

programa contratual consiste numa tentativa de domesticação de eventos futuros, *in verbis*:

Toda criação de regra, fundamentalmente nas relações contratuais, é em alguma medida, um exercício de previsão, principalmente nas relações duradouras. Quer-se a segurança de estabilizar o futuro pela ótica do presente. A partir de manifestações volitivas as partes fixam o modo como vão agir no tempo futuro e acabam definindo, hoje, como será o amanhã. O programa contratual é uma domesticação (ou uma tentativa de domesticação) dos eventos futuros²⁶.

Diante da inafastável falibilidade humana em conseguir “abraçar o futuro” e determinar com precisão a conduta a ser seguida por outrem, o objetivo do presente item é caracterizar o fenômeno da *incompletude contratual* como condicionante para o surgimento dos deveres fiduciários como *disposições normativas para preenchimento de lacunas* (“gap-filling provisions”).

A teoria econômica considera que a *incompletude contratual* é determinada por dois principais fatores, quais sejam: os custos de transação de qualquer negociação e a limitação humana quanto à antecipação de contingências futuras²⁷. Em relação à primeira condicionante, observa-se que, quando da formação de um negócio jurídico, eventuais desgastes nas tratativas são dificilmente contornáveis. No que tange ao segundo fator, reconhece-se que as partes não conseguem antecipar categoricamente quais os potenciais conflitos que podem advir no curso da relação, aumentando-se, assim, os custos de especificação e monitoramento do programa contratual. Diante da inexistência de um contrato perfeito, os deveres fiduciários fundamentam-se na necessidade de serem criadas disposições normativas para o preenchimento das lacunas contratuais²⁸.

²⁶ FERREIRA DA SILVA, Luís Renato. “O Tempo no Direito e o Tempo do Direito – Provocação para uma relação entre direito e literatura a partir de um tema borgiano”. In: MARTINS-COSTA, Judith (coordenadora). *Narração e Normatividade – Ensaios de Direito e Literatura*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2013, p. 96.

²⁷ Mariana Pargendler pondera que, para a elaboração de um contrato perfeito, seria necessário um ambiente de “*zero transaction costs and unlimited foresight*” (in: “Modes of Gap Filling: good-faith and fiduciary duties reconsidered”, *Tulane Law Review*, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400). Do mesmo modo, Frank Easterbrook and Daniel Fischel estabelecem como premissa básica da incompletude contratual o fato de que nenhuma pessoa é capaz de prever o futuro bem o suficiente para resolver todas as contingências futuras (in: *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996).

²⁸ PARGENDLER. *Op cit*, 2008, pp. 1-2.

Conforme o pioneiro trabalho de Frank Easterbrook e David Fischel²⁹, busca-se solucionar o problema da *incompletude contratual* pela adoção da “teoria da barganha hipotética” (*hypothetical bargain theory*) como instrumento adequado para a aplicação dos deveres fiduciários. A teoria da barganha hipotética consiste na construção *ex post* por um terceiro imparcial do conteúdo contratual que as partes teriam acordado num ambiente sem custos de transação e com a possibilidade de se anteciparem os conflitos futuros³⁰. Nessa linha, caberia ao intérprete, quando da concreção dos deveres fiduciários como mecanismos de preenchimento de lacunas contratuais (*gap-filling provisions*), estabelecer, retrospectivamente, o que as partes pretendiam contratar em condições ideais de negociação e de antecipação das contingências futuras, levando-se em conta também as específicas circunstâncias da relação jurídica. Pontua-se, assim, a seguinte observação dos referidos autores no que tange ao alcance dos deveres fiduciários:

The fiduciary principle is an alternative to elaborate promises and extra monitoring. It replaces prior supervision with deterrence. (...) Socially optimal fiduciary rules approximate the bargain that investors and managers would have reached if they could have bargained (and enforced their agreements) at no cost. (...) The fiduciary principle is a rule for completing incomplete bargains in a contractual structure³¹.

Em específico, os acionistas de uma companhia, na elaboração ou alteração do estatuto social, são incapazes de determinar precisamente quais os deveres a serem cumpridos pelos seus *fiduciários* no curso da administração dos negócios sociais³². Desse modo, o direito de voto e a proteção dos deveres fiduciários seriam as contrapartidas garantidas aos acionistas diante dos riscos por eles assumidos em razão das inevitáveis lacunas estatutárias a respeito da atuação dos diretores e dos membros do conselho de administração³³. Os deveres fiduciários representariam, portanto,

²⁹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. “Contract and Fiduciary Duty”, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 36, n. 01, Part. 2, p. 425.

³⁰ PARGENDLER, Mariana. “Modes of Gap Filling: good-faith and fiduciary duties reconsidered”, *Tulane Law Review*, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400, pp. 04-05.

³¹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 92.

³² Cumpre ressaltar que as lacunas existentes nos estatutos sociais não necessariamente decorrem da incapacidade dos acionistas de anteciparem as contingências futuras. Considerando que são os próprios *shareholders* que acordam sobre a redação do estatuto, as lacunas podem ser tidas como o resultado da intenção das partes de não delimitarem de maneira fixa e pretensamente exaustiva o conteúdo normativo do estatuto social.

³³ Pontuando a centralidade dos deveres de lealdade e diligência como instrument de tutela dos acionistas, Frank Easterbrook and Daniel Fischer afirmam que “the corporate contract locates the uncertainties in the

instrumentos necessários para a imposição de um *standard* de conduta mais elevado ao administrador.

Ao apontar as limitações da adoção da *teoria da barganha hipotética* para a aplicação dos deveres fiduciários, Mariana Pargendler propõe, a partir da distinção entre dois possíveis métodos de preenchimento de lacunas contratuais (*gap-filling methods*), uma solução alternativa ao modelo doutrinário de Easterbrook e Fischel, delimitando certas características da estrutura normativa dos *fiduciary duties* no que tange ao problema da *incompletude contratual*.

Na visão de Pargendler, seria necessário distinguir dois modos de preenchimento das lacunas contratuais, quais sejam: os dispositivos “moldáveis” (*tailored gap-filling methods*) e os “não-moldáveis” (*untailored gap-filling methods*). A aplicação de dispositivos “moldáveis” fundamenta-se na análise das peculiaridades da relação contratual a fim de que as lacunas sejam preenchidas conforme o conteúdo que teria sido, ideal e precisamente, acordado pelas partes daquele específico programa contratual. Diferentemente, os dispositivos “não-moldáveis” visam a generalizar um padrão de conduta que as partes de uma determinada categoria de relação fiduciária normalmente acordariam³⁴. Cabe salientar, portanto, que a incidência normativa dos métodos não-moldáveis de preenchimento de lacunas *untailored defaults* não se subordina estritamente às especificidades do caso concreto, uma vez que tal método de preenchimento das lacunas contratuais prioriza a análise dos elementos e institutos que configuram aquela categoria de relação jurídica.

Enquanto a boa-fé seria o principal exemplo do método “moldável” de preenchimento de lacunas, Pargendler sustenta que os deveres fiduciários representariam o arquétipo de um método de preenchimento de lacunas “não moldável”. Considerando os deveres fiduciários como disposições normativas generalizáveis, a sua aplicação dependeria da análise dos elementos estruturantes da relação jurídica a fim de

holders of residual claims – conventionally the equity investors. They receive few explicit promises. Instead they get the right to vote and the protection of fiduciary principles: the duty of loyalty and the duty of care” (*Op. Cit.*, p. 90).

³⁴ PARGENDLER, Mariana. “Modes of Gap Filling: good-faith and fiduciary duties reconsidered”, *Tulane Law Review*, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400, p. 08, *in verbis*: “a tailored provision aims to provide precisely the term that those specific parties would have wanted for the deal in question, whereas an untailored provision supplies the term that a majority of parties in a certain category would generally prefer”.

delimitar o alcance dos comportamentos devidos pelos fiduciários³⁵. Nessa linha, é interessante notarmos que o caráter generalizável e “não-moldável” dos deveres fiduciários auxilia na aferição do seu conteúdo normativo com um mínimo de previsibilidade e determinabilidade, uma vez que a compreensão do tipo de relação fiduciária oferece uma orientação prévia sobre o padrão de conduta a ser seguido pelo gestor do patrimônio alheio.

Em acréscimo, cabe destacar que o enquadramento dos deveres fiduciários como um *untailored gap-filling method* não conduz à conclusão de que tais disposições normativas tenham a natureza de *regras* rígidas ou imutáveis, uma vez que o caráter adaptável dos deveres fiduciários é condição para a sua própria efetividade³⁶. Ressalta-se que o fato de os deveres fiduciários serem regulados por meio de *standards*³⁷ não contradiz com a sua característica aplicativa de ser um método “não moldável” de preenchimento de lacunas, uma vez que tais elementos remetem a momentos *temporalmente* distintos dos deveres fiduciários. O caráter principiológico diz respeito a uma *fase legislativa* dos deveres fiduciários, na qual serão definidos prospectivamente os padrões de conduta a serem seguidos pelo gestor do patrimônio alheio, conferindo-se abertura e adaptabilidade a tais disposições normativas. Por outro lado, o caráter “não-moldável” apresenta-se na *fase de aplicação* desses *standards*, na qual o intérprete deverá analisar *retrospectivamente* o tipo de relação fiduciária a fim de delimitar genericamente o padrão de conduta devido por todo e qualquer fiduciário enquadrado naquela categoria. Cabe esclarecer, portanto, que o caráter “não-moldável” dos deveres fiduciários como técnica de preenchimento de lacunas, de um lado, e a possibilidade de sua regulação por meio de *standards*, de outro, são elementos distintos e não-excludentes dos *fiduciary duties*, uma vez que, enquanto a adaptabilidade de tais padrões de comportamento se manifesta no momento de elaboração do comando normativo, a determinabilidade é exigida quando da sua aplicação.

³⁵ “Fiduciary duties are untailored defaults that provide the regime that most parties in a fiduciary category would have wanted” (PARGENDLER, *Op. Cit.*, 2008, p. 02).

³⁶ Conforme a precisa observação de Mariana Pargendler: “However, in arguing that fiduciary duties are untailored defaults, I do not mean that fiduciary duties are in any way rigid concepts. To the contrary, it is precisely the protean nature of fiduciary duties that does the work of filling the blanks and supplying a suitable regime to circumstances not originally provided” (*in*: “Modes of Gap Filling: good-faith and fiduciary duties reconsidered”, *Tulane Law Review*, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400, p. 07).

³⁷ Vide item 1.2.2 *infra* deste Capítulo.

Em síntese, os deveres fiduciários surgem como disposições normativas capazes de auxiliar no problema da *incompletude contratual*, uma vez que fornecem um método adequado de preenchimento das lacunas contratuais. Nesse sentido, o reconhecimento de que o conteúdo normativo dos deveres fiduciários deve se conformar aos elementos estruturantes de uma determinada relação jurídica (i.e. *untailored gap-filling method*) permite a definição de um mínimo de previsibilidade e determinabilidade quanto aos padrões de conduta a serem seguidos pelo fiduciário, especialmente pelos administradores de sociedades anônimas.

1.2. OS FINS E OS MEIOS DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: PARA QUÊ?)

Os deveres fiduciários surgem como mecanismos jurídicos³⁸ a fim de estabelecer os parâmetros mínimos de atuação dos administradores. Nesse contexto, a presente seção apresenta dois principais objetivos. No primeiro item, serão traçadas as finalidades dos deveres fiduciários, pontuando-se que tais dispositivos normativos obrigam, imediatamente, os administradores para com a companhia. Em seguida, destacar-se-á que o estabelecimento de tais padrões de conduta é, mediamente, um instrumento de proteção dos acionistas (em especial, dos minoritários) e, colateralmente, um mecanismo auxiliar na promoção do mercado de capitais. No segundo item, serão analisados os deveres fiduciários na perspectiva do tipo normativo, observando-se as possíveis razões pelas quais a técnica legislativa dos *standards* é a mais utilizada para a conformação do comportamento dos administradores.

³⁸ Vale notar que também existem *mecanismos não-jurídicos* a fim de que o administrador aja no melhor interesse da companhia. Nesse sentido, Klaus Hopt ressalta a importância dos *incentivos reputacionais* do administrador como elemento de influência na conduta leal e diligente deste ao citar o seguinte trecho de David Hansemann, autor responsável pela reforma da lei societária da Prússia: “Entre outros motivos pelos quais um administrador de uma grande companhia compromete-se com o cumprimento da lei e age de maneira eficiente deve ser incluído o fato dele estar, em certo grau, exposto à opinião pública. Este é o controle mais efetivo. Em nenhum Estado, seja qual for a sua constituição política, pode ser encontrada razão que justifique não permitir este tipo de controle” (HOPT, Klaus. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, *Revista de Direito GV*, n. 7, janeiro-junho de 2008, p. 51).

1.2.1. As Finalidades dos Deveres Fiduciários

De modo geral, os deveres fiduciários visam a impedir que “os administradores anteponham seus interesses pessoais aos interesses da companhia e da universalidade de seus acionistas, ou que sejam negligentes na administração do patrimônio alheio”³⁹. Em específico, a imposição de deveres fiduciários determina uma proteção imediata dos interesses da sociedade anônima, uma vez que tais dispositivos normativos são essencialmente devidos pelos administradores à companhia, conforme a observação de Marcelo Veira von Adamek:

Os deveres de índole fiduciária (como os de diligência e lealdade), pelo texto da lei, obrigam os administradores para com a companhia, apenas. Em princípio, portanto, não existe o dever de lealdade do administrador para com o sócio, a não ser indiretamente (isto é, na medida em que o interesse do sócio identifique-se com aquele da própria sociedade), como dever geral de lealdade societária⁴⁰.

A partir do delineamento de uma série de padrões de conduta exigidos do gestor do patrimônio alheio entre os artigos 153 e 157, a Lei 6.404/76 objetiva direcionar a conduta do administrador, pautada pela diligência e lealdade, de acordo com o interesse social. Nas palavras de Judith Martins-Costa, tais dispositivos são marcos balizadores dos limites da condução dos negócios sociais pelos administradores, os quais assumem “a posição jurídica de fiduciários em face à sociedade fiduciante”⁴¹. Na leitura do texto legal, observa-se nitidamente que os deveres fiduciários são devidos à companhia. Exemplificativamente, o artigo 154 estabelece o dever de o administrador exercer suas atribuições para o preenchimento dos fins e no interesse da companhia, além de sublinhar que o fiduciário eleito por um grupo de acionistas subordina-se à realização dos interesses gerais da companhia, não estando vinculado aos interesses particulares daqueles que o elegeram⁴².

³⁹ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1090.

⁴⁰ ADAMEK, Marcelo Veira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 120-121.

⁴¹ MARTINS-COSTA, Judith. “Prefácio a SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima”. In: *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 486.

⁴² Lei 6.404/1976. Art. 154. 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. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

Nessa linha, tanto a doutrina societária norte-americana⁴³ quanto a inglesa⁴⁴ também adotam o posicionamento convergente de que os deveres fiduciários são essencialmente devidos à companhia, salientando que os administradores representam a sociedade anônima e não os acionistas, individual ou coletivamente. Como posituação de tal entendimento, a Seção 170(1) da Lei Acionária inglesa estabelece que “*duties are owed by a director of a company to the company*”.

Embora a disciplina dos deveres fiduciários seja instrumento de tutela imediata dos interesses da companhia, a fixação dos padrões de comportamento dos administradores “constitui a verdadeira defesa da minoria”⁴⁵, protegendo-se mediamente os interesses patrimoniais dos próprios acionistas. Os deveres fiduciários servem de garantia patrimonial principalmente aos acionistas não controladores⁴⁶, uma vez que são instrumentos de controle e balizamento da discricionariedade reservada aos administradores na condução dos negócios da companhia. A Lei das S.A. delimitou um quadro normativo para a concreção dos *fiduciary duties* e estabeleceu mecanismos de defesa *ex post* em favor “da massa dos acionistas contra o abuso de poderes por parte dos administradores”⁴⁷. Nessa lógica, o fenômeno do absenteísmo dos minoritários, marcado pela falta de envolvimento dos investidores nos assuntos sociais, reforça a importância da incidência dos deveres fiduciários como instrumentos de conformação da atuação dos gestores da companhia.

Nesse contexto, as hipóteses normativas que preveem a possibilidade de os acionistas apresentarem ação social *ut singuli*, quando da violação dos padrões de conduta estabelecidos na Lei das S.A., evidenciam que os deveres fiduciários são instrumentos de tutela mediata dos interesses dos acionistas, em especial dos

⁴³ Conforme a seguinte observação de Robert Hamilton and Richard Freer: “It is important to remember that the duties are owed to the corporation. In some opinions, the courts will say that these duties are also owed to the shareholders. No doubt, fiduciaries owe duties to shareholders. But the duties are best understood here as owed to the business itself. Because of this, breach of the duties may harm the corporation. Hence, the corporation has a claim against the breaching fiduciary personally” (In: *The Law of Corporations in a nut shell*. Sixth Edition. St. Paul: West Publishing, 2011, pp. 150-151).

⁴⁴ KERSHAW, David. *Company Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 331.

⁴⁵ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: A Lei das S.A., Renovar, 1992, p. 235.

⁴⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. “Deveres Fiduciários do Controlador”, in: O Novo Direito Societário. São Paulo: Malheiros, p. 201.

⁴⁷ CORRÊA-LIMA. Oscar Brina. *A Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 46, *apud* SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

minoritários. Em regra, a ação de responsabilidade civil contra o administrador é proposta pela companhia, que é beneficiária direta de eventual recomposição patrimonial decorrente da violação dos deveres fiduciários⁴⁸. No entanto, existem dois possíveis meios pelos quais os acionistas, em substituição processual, podem propor ação de responsabilidade em nome da companhia. A primeira hipótese consiste na ação social *ut singuli* derivada⁴⁹, na qual qualquer acionista tem legitimidade para propor ação caso a companhia, após a deliberação favorável à propositura da ação, não a tenha ajuizado no prazo de três meses. A segunda diz respeito à ação social *ut singuli* originária⁵⁰, na qual os acionistas minoritários detentores de mais de 5% (cinco por cento) do capital social, quando a assembleia tenha deliberado contra a propositura da ação, são legitimados para ingressar em juízo a fim de que sejam apurados os prejuízos causados pela conduta do administrador em descumprimento dos deveres fiduciários. Desse modo, a ação social *ut singuli* configura-se em importante manifestação normativa dos *fiduciary duties* como instrumentos de defesa e proteção mediata dos acionistas, nos seguintes termos:

Ainda que o objetivo da ação seja o de recompor os danos causados à companhia, os acionistas minoritários têm um interesse no resultado da demanda, embora seja indireto, consistente na sua quota parte do patrimônio social; caso contrário, não poderiam ser substitutos processuais da companhia, os quais sempre esperam alguma utilidade do provimento jurisdicional⁵¹.

Ao instituir os padrões de comportamento a serem seguidos pelos administradores, a disciplina dos deveres fiduciários, num contexto de companhias de capital aberto, apresenta-se como peça-chave na formação de um arcabouço institucional favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais. Num ambiente de baixos níveis de proteção dos investidores e de controle acionário altamente concentrado, o mercado de capitais tende a ser subdesenvolvido⁵², uma vez que há grande probabilidade de os controladores ou administradores utilizarem-se da

⁴⁸ Lei 6.404/1976. Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

⁴⁹ Lei 6.404/1976. Art. 159. (...) § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.

⁵⁰ Lei 6.404/1976. Art. 159. (...) § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

⁵¹ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 415.

⁵² PARGENDLER, Mariana. *A Evolução do Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 227.

companhia em benefício privado, causando prejuízos aos interesses dos minoritários. Com o objetivo de “caracterizar e coibir abusos”⁵³, a Lei das S.A. – historicamente, um símbolo legislativo a respeito da iniciativa estatal de fomentar a captação da poupança popular – abarca o regramento dos deveres fiduciários com o intuito de sinalizar aos investidores que a atuação dos administradores das companhias deve se conformar aos comandos normativos previstos do artigo 153 ao artigo 157 daquela lei.

Ilustrativamente, o administrador desleal e desonesto de uma companhia aberta que se utiliza da companhia em proveito pessoal, aquiescendo com práticas de corrupção, não somente causa prejuízos à sociedade anônima e aos acionistas, mas também compromete o desenvolvimento do mercado de capitais⁵⁴. Em acréscimo, a vedação ao *insider trading* – prevista no § 3º do Artigo 155 da Lei das S.A. – objetiva, por exemplo, prevenir que o administrador obtenha deslealmente uma vantagem indevida em razão da utilização de informação relevante ainda não divulgada. Dessa forma, os deveres fiduciários auxiliam na gestação da confiança a ser depositada pelo investidor quando da atribuição de poder de gestão do empreendimento ao administrador, conferindo não só proteção aos minoritários, mas também maior higidez ao mercado de capitais.

Ademais, é interessante observar que a regulação pelos deveres fiduciários provoca um ciclo virtuoso que beneficia o próprio administrador, pois, caso a companhia tenha meios adequados para evitar ou reprimir o comportamento oportunista do “agente”, os acionistas estarão mais dispostos a recompensar, por meio da companhia, aqueles gestores que atuarem em conformidade com os padrões de conduta fixados em lei. Segundo Armour, Hansmann e Kraakman, os deveres fiduciários beneficiam não só a companhia e os respectivos acionistas, mas também os administradores ao condicionar a expectativa dos investidores de que estes agirão de maneira diligente e leal, *in verbis*:

Law can play an important role in reducing agency costs. Obvious examples are rules and procedures that enhance disclosure by agents or facilitate enforcement actions brought by principals against dishonest or negligent agents. Paradoxically, mechanisms that impose constraints on agents' ability

⁵³ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: A Lei das S.A., Renovar, 1992, p. 235.

⁵⁴ ZANINI, Carlos Klein. “A doutrina dos ‘fiduciary duties’ no Direito norte-americano e a tutela dos acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, ano 36, n. 109, pp. 141-142.

to exploit their principals tend to benefit agents as much as—or even more than—they benefit the principals. The reason is that a principal will be willing to offer greater compensation to an agent when the principal is assured of performance that is honest and of high quality⁵⁵.

Em última análise, pontua-se que três níveis de tutela podem ser percebidos em relação à imposição de deveres fiduciários. Imediatamente, os deveres fiduciários são uma garantia de proteção aos interesses patrimoniais da companhia, obrigando os administradores para com a sociedade. Mediamente, a fixação de padrões de conduta favorece a defesa dos acionistas, em especial minoritários, contra eventuais abusos praticados pelos controladores ou dirigentes. Colateralmente, os *fiduciary duties* consistem num dos importantes mecanismos para auxiliar no desenvolvimento de um mercado de capitais pautado pela transparência e confiabilidade.

1.2.2. A Regulação dos Deveres Fiduciários por meio de *Standards*

O debate acerca da maneira mais adequada de se regular a conduta dos administradores das companhias – isto é, se por meio de regras específicas definidas *ex ante* ou de padrões genéricos concretizados *ex post* – é ponto importante na análise dos deveres fiduciários. Nesse contexto, o presente item do trabalho apresenta três objetivos principais. Inicialmente, será aferido qual foi a técnica legislativa predominante na elaboração dos dispositivos normativos conformadores da atuação dos diretores e membros do conselho de administração na Lei 6.404/76. Na sequência, delinear-se-á o significado da regulação por meio de *standards* no âmbito do direito societário. Ao final, serão analisadas as repercussões da adoção de um sistema normativo móvel e aberto como balizador do comportamento daqueles que detêm o poder efetivo de gestão social.

Na Exposição de Motivos da Lei das S.A., está explícito que o objetivo dos deveres fiduciários é “fixar os padrões de comportamento dos administradores” da companhia, os quais, como gestores do patrimônio alheio, devem se submeter a um conjunto de comandos normativos estruturados por meio de *standards* de conduta. Nesse sentido, a Lei Acionária traduziu o reconhecimento tanto da limitação de regras

⁵⁵ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 37.

rígidas e específicas para se regular a atuação dos administradores quanto da necessária adaptabilidade, no tempo e no espaço, dos comportamentos exigidos dos fiduciários. Optou-se, portanto, pela regulação dos deveres fiduciários por meio de padrões de conduta ou *standards*⁵⁶, cujo caráter normativo é marcado pela vagueza e abertura a fim de que o intérprete e o aplicador tenham a liberdade de valorar, quando da delimitação do conteúdo da norma, o tipo e o contexto da relação fiduciária existente entre o administrador e a companhia⁵⁷.

Nessa linha, Marcelo von Adamek, pontuando a manifesta influência do direito anglo-americano na elaboração dos deveres fiduciários, delinea as razões pelas quais a Lei das S.A. adota a técnica legislativa dos *standards* para conformar a discricionariedade dos administradores:

O legislador pátrio, palmilhando a mesma rota trilhada pelas mais modernas leis societárias, em vez de procurar inutilmente restringir a atuação e o poder decisório dos administradores, por meio de preceitos rígidos e específicos para cada um dos múltiplos acontecimentos da vida comercial – no que certamente teria fracassado e contribuído para gerar maiores ineficiências por meio de um sistema inflexível – (...) resolveu pautar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos, verdadeiras cláusulas gerais a serem contrastadas com sua atuação específica em cada caso concreto (LSA, arts. 153 a 157), em clara aproximação à técnica legislativa da *common law*.

Diante da opção da Lei 6.404/76 pela regulação da atuação dos administradores por meio de padrões abstratos de conduta, cabe analisar o significado dos *standards*⁵⁸ no contexto do direito societário. Duas características dos *standards* destacam-se para o delineamento do seu alcance, quais sejam: (i) a sua natureza de norma *ex post*; e (ii) o fato de serem *tipos de frequência com conteúdo normativo*.

⁵⁶ Luiz Antonio Sampaio Campos – ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários, portanto intérprete e aplicador da Lei das S.A. – pondera que “os conceitos adotados pela LSA, a par de representarem comportamentos positivos e negativos, em sua maioria revestem-se de formas amplas, largas, referindo-se a padrões de conduta ou *standards*, o que confere ao intérprete e ao aplicador da lei uma certa liberdade ou largueza de interpretação” (In: “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). Direito das Companhias. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1087).

⁵⁷ Para análise dos deveres fiduciários como técnica de preenchimento de lacunas “não-moldável”, isto é, como método aplicativo que deve se conformar ao tipo de relação fiduciária existente, vide item 1.1.2 *supra*.

⁵⁸ No presente trabalho, o conceito de “standard” – “*enunciação abstrata feita pela lei, a exigir valoração para que o aplicador possa preencher o seu conteúdo*” – abarcará as noções de *conceito jurídico indeterminado* e *cláusulas gerais* (vide: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, 113).

Como técnica de regulação *ex post*, a determinação precisa do comando prescritivo do *standard* somente é obtida no momento da aplicação do dispositivo normativo⁵⁹. Nas palavras de Frederick Shauer, “*standards leave most of the important choices to be made by the subject, the enforcer, or the interpreter, and leave them to be made at the moment of application*”⁶⁰. Nessa linha, Louis Kaplow⁶¹ sustenta que a principal diferença entre as regras e os *standards* reside na aferição do momento no qual ocorre o detalhamento do conteúdo normativo, ou seja, se antes ou depois da realização da conduta. Na aplicação de padrões de comportamento com alto grau de abertura e abstração como os deveres de *diligência* e de *lealdade*, compete ao intérprete, quando da valoração das peculiaridades do caso e dos elementos configuradores da relação jurídica, concretizar retrospectivamente o específico sentido do comando normativo.

Em relação à segunda característica, Eduardo Salomão Neto observa que a regulação dos deveres fiduciários por *standards* traduz a incorporação de *tipos de frequência com conteúdo normativo*, significando que tais dispositivos normativos pretendem “abranjer os atributos normalmente, embora não necessariamente em sua totalidade, encontros no comportamento de uma determinada pessoa (o homem ativo e probo administrando seus próprios negócios, o administrador leal, etc)”⁶². Kaplow também observa que a noção de frequência da aplicabilidade é elemento condicionante para a escolha da técnica legislativa mais adequada, pontuando que os *standards* são preferíveis quando a conduta a ser regulada pelo direito apresenta variabilidade em características relevantes⁶³. A noção de variabilidade das situações concretas em que se encontrariam os administradores da companhia é, portanto, elemento caracterizador da adoção de *standards* como técnica legislativa apta a disciplinar os deveres fiduciários.

⁵⁹ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law. Second Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 39.

⁶⁰ SHAUER, Frederick. “The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards”, *Journal of Contemporary Legal Issues*, vol. 14, 2015, p. 804.

⁶¹ Louis Kaplow propõe as distinções entre as regras e os *standards*, analisando também as adequações de cada tipo normativo no clássico artigo: “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992.

⁶² SALOMÃO NETO, Eduardo. “Trust e Deveres de Lealdade e Sigilo na Sociedade Anônima Brasileira”. In: *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 310-311.

⁶³ KAPLOW, Louis. “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, pp. 577-582.

A adoção de um conjunto de dispositivos normativos de natureza móvel e aberta para regular a conduta dos administradores da companhia exige uma ponderação sobre as vantagens e desvantagens desta técnica legislativa. As críticas aos *standards* como estratégia regulatória concentram-se na sua vagueza e indeterminação⁶⁴, uma vez que tais características inviabilizariam a antecipação minuciosa da conduta a ser seguida, causando insegurança ao *fiduciário* pela sua incapacidade “de conhecer e de calcular os resultados que serão atribuídos pelo Direito aos seus atos”⁶⁵. Nesse sentido, padrões de conduta abstratos e adaptáveis dificultariam tanto a *cognoscibilidade* do seu conteúdo normativo quanto a *calculabilidade*⁶⁶ a respeito do modo de cumprimento exigido pelos deveres fiduciários. Portanto, a “insegurança quanto ao conteúdo do comando legal, quando da análise de casos concretos”⁶⁷, consistiria numa das principais limitações dos *standards* de comportamento na disciplina dos deveres fiduciários.

Em consideração às possíveis críticas à adoção da técnica legislativa dos *standards* para a regulação dos deveres fiduciários, apontam-se as repercussões positivas da estruturação de um sistema móvel e aberto para o balizamento de comportamentos dos administradores. Nessa linha, a doutrina societária considera que os *standards* condicionam uma *variabilidade no tempo e no espaço* do conteúdo normativo dos deveres fiduciários. Conforme o entendimento de Luiz Antonio Sampaio Campos, a adoção de padrões de conduta gerais e abstratos permite que a aplicação dos *fiduciary duties* seja “consentânea com os valores e comportamentos prevalentes em cada época”⁶⁸ e adaptável a cada tipo de companhia – isto é, abertas, fechadas, familiares, *holdings operacionais*. Otávio Yazbek também observa que as práticas de boa-gestão, além de serem distintas em diferentes empresas, variam no tempo,

⁶⁴ KERSHAW, David. *Company Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2012, pp. 313-315.

⁶⁵ Humberto Ávila considera que há *segurança jurídica* “quando o cidadão tem a capacidade de conhecer e de calcular os resultados que serão atribuídos pelo Direito aos seus atos” (In: *Segurança Jurídica – Entre permanência, mudança e realização no Direito Tributário*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 138).

⁶⁶ Humberto Ávila também define *cognoscibilidade* como “a capacidade, formal ou material, de conhecimento de conteúdos normativos possíveis de um dado texto normativo ou de práticas argumentativas destinadas a reconstruí-lo” e *calculabilidade* como “a capacidade de o cidadão prever, em grande medida, os limites da intervenção do Poder Público sobre os atos que pratica, conhecendo antecipadamente o âmbito de discricionariedade existente para os atos estatais” (In: *Segurança Jurídica – Entre permanência, mudança e realização no Direito Tributário*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 123-126).

⁶⁷ YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, p. 942.

⁶⁸ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1087.

utilizando-se os *standards* para evitar a “prescrição de comportamentos muito específicos, que poderiam se tornar datados ou se mostrar inadequados”⁶⁹ para solução do caso concreto. Nas palavras de Kaplow, os *standards* são mais facilmente atualizáveis, uma vez que um padrão de conduta estipulado numa legislação de décadas atrás poderia ser aplicado a partir de uma compreensão adaptada e atualizada do comando normativo⁷⁰.

A fim de contornar as características de vagueza e indeterminação dos deveres fiduciários como *standards* de conduta, Armour, Hansmann e Kraakman fundamentam a importância de uma autoridade julgadora concretizar de modo específico o conteúdo normativo dos *fiduciary duties*, delimitando quais as condutas exigíveis do gestor do patrimônio alheio. Nesse contexto, o bom funcionamento de órgãos julgadores, como a Comissão de Valores Mobiliários na realidade brasileira, é condição necessária para a adequada e efetiva aplicação dos deveres fiduciários⁷¹. Dessa forma, a determinação *ex post* do dispositivo normativo pelo aplicador condiciona, a partir de então, a conduta do administrador, pois haverá maior grau de cognoscibilidade e calculabilidade do comando normativo, conforme observa Kaplow:

The more precise the adjudicator will be *ex post*, the more precise individuals will be induced to become *ex ante*. In this context, the value of a more accurate *ex post* adjudication lies in its *ex ante* effect on behavior⁷²

Cabe ressaltar que, embora os deveres fiduciários sejam adaptáveis temporal e contextualmente, não há uma liberdade absoluta do intérprete e do aplicador quando da concreção de tais dispositivos normativos. Conforme abordado no item 1.1.2 *supra*, os

⁶⁹ YAZBEK, *Ob. Cit.*, 2012, p. 942.

⁷⁰ “As available information, conditions, and perceived values change over time, so does the desired content of the law. In the present legal system, it is usually believed that standards are easier to keep up-to-date. The reason is that standards are given content in a definitive way only when they are applied to particular conduct. Thus, a standard promulgated decades ago can be applied to conduct in the recent past using present understandings rather than those from an earlier era” (KAPLOW, Louis. “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992).

⁷¹ “Legal strategies are relevant only to the extent that they induce compliance. In this regard, each strategy depends on the existence of other legal institutions—such as courts, regulators, and procedural rules—to secure enforcement of the legal norms. In this section, we consider the relationship between enforcement and compliance. (...) Enforcement is most directly relevant as regards regulatory strategies such as rules and standards. These operate to constrain the agent’s behavior; they cannot do this credibly unless they are in fact enforced. This necessitates well-functioning enforcement institutions, such as courts and regulators, along with appropriately structured incentives to initiate cases” (ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p.45).

⁷² KAPLOW, Louis. “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, p. 582.

fiduciary duties submetem-se a um método de preenchimento de lacunas normativas “não-moldável”, ou seja, a sua aplicação deve estar vinculada ao tipo de relação jurídica existente entre *fiduciante* e *fiduciário*. Em acréscimo, a *análise de grupo de casos* é outro fator de limitação da discricionariedade do intérprete, pois a densificação dos deveres fiduciários em casos semelhantes auxilia na estruturação dos padrões de conduta a serem seguidos pelos administradores da companhia.

Em última análise, percebe-se que a disciplina balizadora da atuação dos administradores na Lei das S.A. adota a técnica regulatória dos *standards*, permitindo uma variabilidade no tempo e no espaço do conteúdo normativo dos deveres fiduciários. Tais padrões de conduta são considerados normas *ex post*, uma vez que a precisão da cognoscibilidade e da calculabilidade do dispositivo normativo depende da sua aplicação por uma autoridade competente para prescrever e detalhar as representações dos deveres fiduciários exigíveis dos diretores e membros do conselho de administração.

1.3. OS PRESSUPOSTOS PARA UMA APROXIMAÇÃO CONCEITUAL DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS. (OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: O QUE SÃO?)

Como pressuposto para um delineamento aproximativo do que são os *deveres fiduciários*, deve-se analisar inicialmente como se caracteriza o vínculo jurídico existente entre os administradores e a companhia. A doutrina societária de tradição romano-germânica sedimentou-se, ao longo do século XX⁷³, no sentido de que a atividade de gestão do patrimônio alheio seria a exteriorização e a execução do interesse social por meio de um “órgão presentante e dirigente da companhia”⁷⁴, isto é, “os direitos e poderes exercidos pelo órgão são, sempre e em última instância, direitos e poderes do ente coletivo”⁷⁵. A teoria organicista fundamenta-se no reconhecimento de que os poderes de gestão e controle dos diretores e membros do conselho de

⁷³ A Lei Acionária Alemã (*Aktiengesetz*) de 1937 foi a primeira legislação a adotar a concepção de que a administração detém uma posição orgânica no âmbito da companhia, conforme observa Marcelo Vieira von Adamek. In: *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 35.

⁷⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. T. 50, § 5.331, p. 383.

⁷⁵ ADAMEK, *Op. Cit.*, 2009, pp. 11-25. O referido autor traz uma precisa explicação sobre a importância de uma estrutura orgânica para a formação da vontade de um ente coletivo.

administração são indelegáveis e invariáveis, estando tanto a competência quanto a responsabilidade dos administradores previamente estipuladas em lei.

É possível perceber, no entanto, que a prevalência da concepção organicista do vínculo entre administrador e sociedade não impediu uma gradual influência e identificação da doutrina anglo-americana da *relação fiduciária* como elemento estruturante do significado dos deveres fiduciários no direito societário brasileiro. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo observa que há uma aproximação de resultados entre a teoria organicista e a noção de *fiduciary relationship*, pontuando que esta tem o mérito de introduzir o caráter fiduciário na relação jurídica em análise⁷⁶. Spinelli também considera que o enquadramento do vínculo entre administrador e companhia como fiduciário é um “útil complemento” para a compreensão dos deveres fiduciários⁷⁷. Nesse contexto, a presente seção busca traçar as características da relação fiduciária no âmbito da administração da sociedade anônima para, em seguida, delinear aproximativamente o conceito dos deveres fiduciários.

1.3.1. A Relação Fiduciária entre administrador e companhia

A qualificação jurídica do vínculo existente entre administradores e companhia como uma *relação fiduciária* parte da constatação de que aqueles são gestores do patrimônio alheio⁷⁸. Nessa linha, as duas características principais de uma relação fiduciária são o poder de gestão atribuído ao fiduciário e a confiança depositada pelo fiduciante de que as atribuições delegadas serão exercidas em benefício do seu interesse patrimonial e não em proveito do fiduciário.

Spinelli caracteriza a relação fiduciária a partir de um sistema binário no qual orbitam concomitantemente “a posição de poder conferida por uma das partes sobre o interesse patrimonial de outrem e a confiança depositada sobre o fiduciário”⁷⁹. De um lado, o poder consiste na competência atribuída ao administrador-fiduciário de gerir o

⁷⁶ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 42-44.

⁷⁷ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 39-43.

⁷⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. “Deveres Fiduciários do Controlador”, in: *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, p. 194.

⁷⁹ SPINELLI, *Ob. Cit.*, 2012, p. 46.

patrimônio da sociedade fiduciante. Por outro, a confiança depositada alberga tanto uma crença atual quanto uma expectativa futura⁸⁰ de que o administrador agirá de maneira honesta e diligente a fim de realizar o interesse social.

Vale notar que a confiança do fiduciante é elemento condicionante para a formação e a manutenção da relação fiduciária existente entre o administrador e a companhia, uma vez que a sociedade anônima, a partir dos seus acionistas, deve confiar num comportamento ético do fiduciário para efetivar a delegação das funções relativas à gestão do patrimônio social. Desse modo, a *fides* apresenta uma dúplice-eficácia, pois, num primeiro momento, desperta o vínculo para, depois, balizar o *continuum* da atuação dos administradores pautada por deveres éticos e em conformidade com o interesse social. Na análise das faculdades garantidas aos acionistas quando do rompimento do laço de confiança existente entre administrador e companhia, Spinelli apresenta a seguinte observação:

Rompida a confiança, desfeito está o laço que liga as duas partes. Neste sentido, podem os administradores ser destituídos *ad nutum* ou, deliberada em Assembleia Geral a promoção de ação de responsabilidade, o gestor, contra o qual deva ela ser ajuizada, é imediatamente considerado impedido – devendo ser imediatamente substituído na mesma Assembleia, como assim dispõe o art. 159, § 2º [da Lei 6.404/76]. Logo, a *confiança* é elemento indispensável nesta relação, perpassando todo o ciclo de existência do vínculo entre administrador e companhia; ainda, é, atualmente, objetivada (normatizada), restando consubstanciada em padrões de conduta encontrados nos deveres fiduciários, que estabelecem verdadeiras *estruturas de confiança*⁸¹.

Ao propor uma aproximação entre a origem romana do conceito de *fidúcia* e o surgimento dos deveres fiduciários, Calixto Salomão Filho considera que os dois traços essenciais da *fidúcia* são a desproporção entre fins econômicos e meios jurídicos utilizados e os deveres de natureza ética do fiduciário em relação ao fiduciante. Desse modo, tais características moldariam os institutos dos deveres fiduciários no direito societário diante do “seccionamento entre propriedade e poder e a conseqüente elaboração de amplos deveres (éticos-jurídicos para os detentores do poder)”⁸².

⁸⁰ Luis Felipe Spinelli, inspirado em Menezes Cordeiro, afirma que a “confiança é parte fundante de todas as relações fiduciárias, a qual é considerada como a expressão da situação em que uma pessoa adere, em termos de atividade ou crença, a certas representações, passadas, presentes ou futuras, que tenha por efetivas” (In: *Ob. Cit.*, 2012, p. 50).

⁸¹ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 63.

⁸² SALOMÃO FILHO, Calixto. “Deveres Fiduciários do Controlador”, in: *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, pp. 192-193.

Na doutrina norte-americana, observa-se que a identificação do elemento fiduciário numa relação jurídica resulta na imposição automática de *standards* de conduta em grau mais elevado⁸³. João Pedro Scalzilli também pontua que um *trustee* está vinculado “a algo mais do que a moral: não apenas à honestidade, mas também o escrúpulo exigido pela honra mais sensível”⁸⁴. Ao delimitar os deveres fiduciários impostos aos parceiros de uma *joint venture* quando do surgimento de uma nova oportunidade negocial, o Judge Benjamin Cardozo fundamenta que os padrões de conduta numa *fiduciary relationship* pautam-se pela mais estrita confiança, cristalizando o seguinte entendimento no célebre caso *Meinhard v. Salmon*:

(...) joint adventurers, like copartners, owe to one another, while the enterprise continues, the duty of the finest loyalty. Many forms of conduct permissible in a workday world for those acting at arm's length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior⁸⁵.

Em última análise, a caracterização do vínculo jurídico entre administrador e companhia como uma *relação fiduciária* opera-se pela identificação de duas características essenciais, quais sejam: a atribuição do poder de gestão do patrimônio alheio ao fiduciário e a confiança depositada pelo fiduciante. Conforme Judith Martins-Costa, o *extremado investimento de confiança* do fiduciante na ação do fiduciário polarizaria as múltiplas funcionalidades da relação fiduciária, “tendo em vista a ingerência, deste, no interesse patrimonial daquele”⁸⁶. Deste modo, a compreensão da indispensabilidade da *fides*, em sua dúplice-eficácia, na relação entre administrador e companhia auxilia no delineamento dos deveres fiduciários como verdadeiras *estruturas de confiança* para balizar a atuação dos administradores das sociedades anônimas.

⁸³ Nas palavras de Mariana PARGENDLER, “Once a fiduciary category is recognized, high standards of behavior are automatically imposed on the party named fiduciary” (p. 33).

⁸⁴ SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 82.

⁸⁵ New York Court of Appeals. 249 N.Y. 458; 164 N.E. 545. Chief Judge Benjamin Cardozo, decided on December 31, 1928.

⁸⁶ MARTINS-COSTA, Judith. “Prefácio a SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima”. In: *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 486.

1.3.2. Conceito (aproximativo) dos deveres fiduciários

A dificuldade de se precisar a exata dimensão dos *deveres fiduciários*⁸⁷ inviabiliza a estipulação de um conceito incontestado a respeito do significado de tais padrões de conduta impostos aos administradores das companhias. Diante da impossibilidade da definição categórica sobre o que são os deveres fiduciários, o presente item visa a delinear de modo aproximativo o significado deste termo por meio da reconstrução unificada das dimensões analisadas *supra*, quais sejam: a estrutura econômica⁸⁸, as finalidades⁸⁹, o tipo normativo⁹⁰ e a relação jurídica⁹¹ dos *fiduciary duties*.

Os deveres fiduciários consistem num conjunto de normas de natureza cogente que objetivam estabelecer os padrões de comportamento exigidos dos administradores como gestores do patrimônio alheio⁹², tutelando-se imediatamente a companhia e imediatamente os acionistas. Os *fiduciary duties* apresentam-se como mecanismo jurídico a ser utilizado na resolução dos problemas decorrentes dos *custos de representação* e da *incompletude contratual*, fixando, portanto, os limites da discricionariedade dos diretores e membros do conselho de administração, a fim de evitar o comportamento desonesto, negligente e desleal destes quando do exercício do poder de gestão e da realização dos interesses da sociedade anônima. Salles de Toledo classifica a disciplina dos deveres fiduciários como a *deontologia societária*, “servindo de bússola para os administradores, e fornecendo critérios para os que se propõem a analisar a atuação daqueles”⁹³.

Numa perspectiva econômica, os deveres fiduciários surgem como mecanismo normativo para atenuar os custos decorrentes do problema de agência e do fenômeno da incompletude contratual. De um lado, o conflito entre acionistas e administradores

⁸⁷ Carlos Klein Zanini observa que “um dos maiores problemas experimentados quando se trabalha com os *fiduciary duties* impostos aos administradores e acionistas controladores é a dificuldade de precisar o exato significado e alcance deste termo” (In: A doutrina dos ‘fiduciary duties’ no Direito norte-americano e a tutela dos acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, ano 36, n. 109, p. 143).

⁸⁸ Itens 1.1.1 e 1.1.2 *supra*.

⁸⁹ Item 1.2.1 *supra*.

⁹⁰ Item 1.2.2 *supra*.

⁹¹ Item 1.3.1 *supra*.

⁹² TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. 2. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979, p. 471.

⁹³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 153.

enseja potenciais custos de representação e de monitoramento, uma vez que o “principal” suportará uma inevitável incerteza quanto à adequação da conduta do “agente”. De outro, a impossibilidade de se constituir um contrato perfeito – que prescreva um programa contratual minucioso, compreensível e exequível – decorre dos custos de transação de qualquer negociação e da falibilidade humana em antecipar contingências futuras. Deste modo, os *fiduciary duties* caracterizam-se como um método de preenchimento de lacunas “não-moldável” a fim de evitar o comportamento oportunista e abusivo dos administradores da companhia, os quais são considerados, no jargão econômico, “agentes” dos acionistas.

Teleologicamente, os deveres fiduciários compreendem padrões referenciais de conduta que servem de “garantia patrimonial para a companhia e para os acionistas”⁹⁴. De modo imediato, a *deontologia societária* tutela a sociedade anônima, pois tais dispositivos vinculam os administradores a atuarem para a realização do interesse social. De maneira mediata, os *fiduciary duties* apresentam-se como instrumento de defesa dos acionistas, especialmente dos minoritários, uma vez que a proteção do patrimônio social beneficia indiretamente os acionistas na proporção da respectiva participação no capital social. Assim, os deveres fiduciários são devidos pelos administradores à companhia, objetivando, diretamente, a efetivação dos interesses da sociedade e, indiretamente, a tutela dos acionistas.

Normativamente, os deveres fiduciários são *standards*, isto é, dispositivos normativos móveis e abertos que, para especificação das representações dos comportamentos exigíveis do administrador, dependem de uma atividade *ex post* do intérprete ou aplicador. Nesse sentido, a adaptabilidade no tempo e no espaço dos deveres fiduciários exige a densificação do comando normativo no momento de sua aplicação, forjando, então, maior cognoscibilidade e calculabilidade sobre os referenciais de conduta a serem observados pelo gestor do patrimônio alheio.

Por fim, a compreensão da relação fiduciária entre companhia e administrador é pressuposto fundamental para a delimitação do alcance dos deveres fiduciários, pontuando-se que tais dispositivos são verdadeiras *estruturas de confiança* a orientar o exercício do poder de gestão social. A relação fiduciária, caracterizada pelo poder de

⁹⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. “Deveres Fiduciários do Controlador”, in: *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, pp. 200-201.

gestão atribuído ao fiduciário e pela confiança depositada pelo fiduciante, traduz *juridicamente* a dimensão econômica e a dimensão finalística dos deveres fiduciários. Em específico, a posição de poder conferida ao administrador reflete os custos de especificação e de monitoramento da conduta a ser seguida pelo fiduciário, e a *fides* ampara a necessidade de tutela dos interesses da sociedade anônima fiduciante por meio dos *standards* previstos nos dispositivos dos deveres fiduciários.

Nessa linha, cabe observar o seguinte delineamento dos deveres fiduciários proposto por Luis Felipe Spinelli:

(...) [os deveres fiduciários] objetivam, no campo societário, fixar os limites da condução dos negócios sociais pelos administradores (ou seja, as fronteiras que balizam a gestão e a representação da companhia), prescrevendo, dentro da discricionariedade que lhes é reservada no cumprimento de suas atribuições legais, os comportamentos, positivos e negativos, a serem adotados no curso da administração de uma companhia. Como visto, por estarem em posição de confiança na administração de patrimônio alheio – o que demanda certa liberdade de atuação –, é possível que cometam abusos (...), já que os acionistas (mesmo os controladores) não conseguem monitorar todos os passos dos administradores e nem elencar, estatutariamente, todas as obrigações dos gestores. Assim, com o objetivo de dirigir a companhia de acordo com o interesse social e de forma ativa, são impostos incentivos, consubstanciados em deveres e em responsabilização pessoal em caso de violação, para que assim o façam (ou seja, para que não atuem em benefício próprio e em detrimento da sociedade)⁹⁵.

Em síntese, os deveres fiduciários – dispositivos normativos regulados por meio de *standards* e, possivelmente, aplicados por um método de preenchimento de lacunas “não-moldável” – surgem como um mecanismo jurídico para auxiliar na solução do problema da agência e do fenômeno da incompletude contratual. Nesse sentido, os deveres fiduciários fixam, no contexto de uma relação fiduciária, estruturas de confiança para balizar o referencial de conduta dos administradores da companhia a fim de que atuem, com diligência e lealdade, na gestão do patrimônio alheio, promovendo, assim, a tutela imediata da própria sociedade anônima e a proteção mediata dos respectivos acionistas.

⁹⁵ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 68-69.

1.4. ORIGEM, ACLIMATAÇÃO E ESPÉCIES DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS (OU DEVERES FIDUCIÁRIOS: COMO SURGIRAM?)

A História e a Comparação Jurídica – a partir de uma perspectiva alongada vertical e horizontalmente do direito no tempo e no espaço⁹⁶ – permitem a compreensão de que o mesmo texto de um dispositivo pode *renascer*, num novo diploma legal, com outros contornos e significados normativos, principalmente quando o processo de elaboração legislativa experimenta uma intensa influência de fontes de um sistema jurídico estrangeiro. No âmbito dos deveres fiduciários, a Lei 6.404/76 incorporou alguns dispositivos de modo idêntico ou similar ao Decreto-Lei 2.627/40; no entanto, a sistemática regulatória configurada por Lamy Filho e Bulhões Pedreira foi distinta, pois arquitetou um quadro normativo mais detalhado, minucioso, e até pedagógico⁹⁷, a fim de pautar a conduta dos administradores das companhias. Por meio de um exercício de *jurisgenesis*⁹⁸, sustentar-se-á, nesta seção do trabalho, que, mesmo os dispositivos normativos que apresentam uma proximidade redacional com o conteúdo do Decreto-Lei 2.627/40, adquiriram um novo significado na Lei 6.404/76 a partir das influências condicionantes de sistemas jurídicos estrangeiros, em especial do direito societário norte-americano. A disciplina dos deveres fiduciários seria, assim, reveladora da metáfora da *concha do marisco abandonada*⁹⁹, uma vez que, tal qual a dinâmica de alteração do conteúdo de uma concha pela mudança de seus habitantes, os institutos jurídicos também “estão alojados em um universo de referências, algumas palpáveis e

⁹⁶ Para a compreensão da importância da análise histórico-comparada para o delineamento das origens do direito societário brasileiro, vide: PARGENDLER, Mariana. “Sincretismo Jurídico na Evolução do Direito Societário Brasileiro”. In: *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 539 *et seq.*

⁹⁷ Segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira, “os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores” (“O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 235).

⁹⁸ Citado por Judith Martins-Costa, Robert Cover pondera que “jurisgenesis” consiste no reconhecimento de que processo de criação de significado jurídico opera-se por meio de um contexto essencialmente cultural, In: “A concha do marisco abandonada e o nomos (ou os nexos entre narrar e normatizar)”. In: MARTINS-COSTA, Judith (coordenadora). *Narração e Normatividade – Ensaios de Direito e Literatura*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2013, p. 1.

⁹⁹ A metáfora da *concha do marisco abandonada*, argutamente incorporada por Judith Martins-Costa, foi forjada por Walther Rathenau, o qual observou que a evolução dos fenômenos é permeada por substituição de conteúdo (*substitution des grundes*), pois “a organização contém o seu nome e características peculiares de sua realidade original, inobstante suas condições, frequentemente seus objetivos e sua constituição interna tenham se modificado, semelhante ao que acontece a uma concha de marisco abandonada, na qual gerações de outros seres encontram a sua morada” (in: “Do Sistema Acionário – uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, n. 128, a. XLI, p. 202, outubro-dezembro de 2002, apud MARTINS-COSTA, *Op. Cit.*, 2013, p. 11).

evidentes, outras habilmente escondidas, mas nem por isso menos atuantes”¹⁰⁰. Nessa linha, a presente seção apresenta dois principais objetivos, quais sejam: (i) analisar o grau de influência do direito societário anglo-americano quando da determinação, na Lei 6.404/76, dos padrões de conduta a serem observados pelos administradores; e (ii) comparar as diferenças na normatização dos deveres fiduciários entre a pretérita e a atual Lei Acionária, especificando, pontualmente, quais os *standards* de comportamento que estão albergados no diploma societário vigente.

1.4.1. A influência anglo-americana na disciplina dos deveres fiduciários da Lei 6.404/76

A Lei das S.A. de 1976 foi elaborada e aprovada em pleno período de influência anglo-americana no direito comercial¹⁰¹, uma vez que parte significativa da cultura jurídica – tanto do ponto de vista da doutrina, quanto da tecnocracia – apresentava permeabilidade e alinhamento com várias das propostas regulatórias desenvolvidas no sistema da *common law*. Em específico, o direito societário norte-americano, principalmente pela legislação e jurisprudência do Estado de Delaware, inspirou de maneira determinante os autores do Anteprojeto para a estruturação da Lei 6.404/76. No ano de 1971, Lamy Filho, em parecer encomendado pelo Instituto de Planejamento Econômico e Social, já pontuava a importância de que se incorporassem, na legislação societária brasileira, modelos do direito norte-americano¹⁰².

¹⁰⁰ MARTINS-COSTA, *Op. Cit.*, 2013, p. 11. Fixando a importância da compreensão das palavras para a construção de sentido do conceito jurídico, a referida autora constrói o seguinte entendimento: “Palavras, mitos, percepções, ficções, eufemismos, metáforas e deslizamentos semânticos são a matéria do Direito e também da Literatura: os discursos literário e jurídico têm em comum a força instituinte das palavras, força criadora de sentidos e significações. Em ambos há narração e normação. Seja filólogo estrito, seja criativo narrador de textos que diz o Direito, o jurista trabalha com conceitos dotados de força performativa, como lícito e ilícito, dano responsabilidade, propriedade, família, sujeito, pena. A questão é que as palavras são, como disse Bakhtin, ‘palavras ocupadas’, ‘palavras habitadas por outras vozes’ que, no curso da *longue durée* vão deixando seus traços nos conceitos a que se referem, tal como o antigo habitante de uma concha de marisco abandonada na praia que pode não mais ali estar – e, entretanto, a concha permanece” (*Id. Op. Cit.*, 2013, p. 12).

¹⁰¹ A fim de ilustrar a influência anglo-saxônica no nosso ordenamento jurídico, Eduardo Salomão Neto pontua que as figuras contratuais do *franchising* e do *factoring*, por exemplo, foram incorporadas neste mesmo contexto histórico (In: “Trust e Deveres de Lealdade e Sigilo na Sociedade Anônima Brasileira”. In: *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 307).

¹⁰² LAMY FILHO, Alfredo. “A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 07, p. 38.

Nesse contexto, os primeiros comentadores da nova Lei das Sociedades por Ações, como Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, destacavam que o texto legal estava absolutamente atualizado, “refletindo modernas tendências da prática societária de outros países e incorporando principalmente certas experiências consagradas no direito anglo-saxão”¹⁰³. Desse modo, a disciplina dos deveres fiduciários – um dos pilares fundamentais do novo diploma legal – foi estruturada com base na experiência jurídica dos *fiduciary duties* do direito anglo-americano, conforme observa Eduardo Salomão Neto:

É nas regras sobre a estrutura administrativa das companhias, bem como nas referentes aos deveres dos administradores, que a influência anglo-saxônica se faz sentir com maior intensidade. E, por sua vez, as regras anglo-saxônicas relativas à administração das companhias encontram-se historicamente impregnadas por princípios afins aos aplicáveis aos *trusts*¹⁰⁴.

Assim, ao elencar os padrões de conduta que devem guiar a atuação dos administradores, o legislador brasileiro inspirou-se na disciplina jurídica norte-americana; todavia, é interessante observar que a experiência societária dos Estados Unidos não se limita à fonte jurisprudencial consolidada nos precedentes das cortes estaduais, mas também se encontra – especialmente nas matérias relacionadas à regulação do mercado de capitais – positivada na legislação federal. Salles de Toledo salienta que há uma duplicidade de fontes no direito estadunidense, uma vez que, de um lado, as representações dos deveres de diligências e lealdade são balizadas pela jurisprudência (*common law*), e, de outro, a repressão ao *insider trading* está prevista na legislação federal (*statute law*)¹⁰⁵. Dessa forma, a Lei das S.A. brasileira optou por incorporar tanto os dispositivos normativos concernentes aos arranjos internos da companhia quanto os comandos relativos à tutela do mercado de capitais, uma vez que há muitas sobreposições de regras entre direito societário e direito do mercado de capitais por serem “irmãos gêmeos”¹⁰⁶, segundo o comparatista alemão Klaus Hopt.

Cumprе ressaltar que a influência do direito societário norte-americano na conformação da Lei das Sociedades por Ações não foi um fenômeno isolado do panorama legislativo brasileiro, mas pertencente a um contexto em que parte

¹⁰³ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979, p. 14.

¹⁰⁴ SALOMÃO NETO, *Ob. Cit.*, 2013, p. 308.

¹⁰⁵ SALLES DE TOLEDO, Paulo Francisco Campos.

¹⁰⁶ HOPT, Klaus. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica, *Revista de Direito GV*, vol. 7, janeiro-junho de 2008, p. 58.

significativa dos sistemas jurídicos de tradição romano-germânica realizou reformas legislativas inspiradas nos mecanismos regulatórios das *Corporations* estadunidenses e das *Companies* inglesas. Hopt considera que “a característica mais importante do mais recente desenvolvimento do direito societário na Europa Continental é a forte intromissão das linhas de pensamento anglo-americanas”¹⁰⁷, pontuando que, como influência doutrinária, uma geração inteira de comercialistas alemães estudou nos Estados Unidos e, como influência legislativa, as noções do direito norte-americano pautaram as reformas das normas societárias, contábeis e do mercado de capitais europeu.

Observa-se que a influência do direito anglo-americano não se restringiu ao momento de positivação dos deveres fiduciários na legislação, uma vez que, quando da interpretação ou aplicação de tais dispositivos, tanto a doutrina societária quanto a jurisprudência da CVM foram permeáveis aos modelos desenvolvidos na tradição da *common law* a fim de delinear o conteúdo normativo dos deveres fiduciários como *standards* de conduta. Na caracterização do conflito de interesses substancial do administrador, Spinelli apresenta a possibilidade de recepção do modelo norte-americano da *entire fairness* a fim de auxiliar na interpretação do Artigo 156 da Lei 6.404/76¹⁰⁸. Na delimitação das representações do dever de diligência, Yazbek também reconhece que – diferentemente dos Estados Unidos, onde o debate travou-se na esfera jurisprudencial – coube à doutrina brasileira fixar os traços básicos deste dever fiduciário, baseando-se nos esforços feitos por autores estrangeiros¹⁰⁹. No âmbito da CVM, Mariana Pargendler argumenta que o transplante das soluções do direito norte-americano tende a ocorrer de modo seletivo. No Processo Administrativo Sancionador RJ 2005/1443, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza destaca a utilização de precedentes estrangeiros como subsídio para delimitar o conteúdo normativo dos deveres fiduciários, sustentando que “a construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei das S.A., sendo

¹⁰⁷ HOPT, *Ob. Cit.*, 2008, p. 50.

¹⁰⁸ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012.

¹⁰⁹ YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, p. 950.

possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos *standards* de conduta aplicados nos Estados Unidos”¹¹⁰.

Em síntese, é possível afirmar que os modelos e as concepções que hoje habitam a estrutura – ou ainda *a concha* – dos deveres fiduciários originam-se da experiência societária anglo-americana. Nesse sentido, a intromissão da linha de pensamento dos *fiduciary duties* não apenas influenciou a positivação de tais padrões de comportamento na Lei das Sociedades por Ações, mas também serve de subsídio interpretativo para o delineamento do conteúdo normativo dos deveres conformadores da atuação dos diretores e membros do conselho de administração das companhias no contexto brasileiro.

1.4.2. Deveres fiduciários em espécie na Lei das S.A.

Embora haja proximidade redacional entre a normatização dos deveres fiduciários no Decreto-Lei 2.627 e na Lei 6.404/76, podem ser destacadas diferenças significativas no que tange ao modo de regulação da discricionariedade dos administradores da companhia. A fim de delinear a *planta normativa*¹¹¹ dos deveres fiduciários no diploma acionário vigente, serão apresentadas, inicialmente, as dissimilaridades gerais frente à antiga legislação para, em seguida, detalharem-se brevemente os contornos dos *standards* exigíveis dos membros da administração.

Topograficamente, os deveres fiduciários estavam dispersos no Decreto-Lei 2.627, pois inexistia uma seção específica da legislação que tratasse dos padrões de conduta a serem seguidos pelos gestores do patrimônio alheio. Na atual Lei Acionária, a Seção IV do Capítulo XII elenca minuciosamente um conjunto de normas sobre os deveres e responsabilidades dos administradores, formando uma verdadeira *deontologia societária*¹¹². Em relação aos órgãos gerenciais sobre os quais os *fiduciary duties* incidem, verifica-se que a legislação pretérita inseriu os *standards* comportamentais no capítulo concernente às atribuições e aos deveres dos diretores, com previsão expressa

¹¹⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ 2005/1443. Relator Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, julgado em 15.05.2007.

¹¹¹ “Planta” no sentido arquitetônico de desenho que representa a projeção horizontal de um objeto qualquer.

¹¹² Relembra-se que tal expressão foi cunhada por Paulo Fernanco Campos Salles de Toledo, In: *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 53.

de aplicação supletiva de tais normas na hipótese de se criar “qualquer órgão com funções técnicas ou destinado a orientar ou aconselhar os diretores”¹¹³. Distintamente, os deveres fiduciários são expressamente devidos pelos membros da administração da companhia, a qual abarca o conselho de administração e a diretoria, conforme o Artigo 138 da Lei 6.404/76. Cumpre pontuar que a deontologia societária – além de balizar o exercício do poder de direção das atividades sociais pelo o acionista controlador¹¹⁴ – incide também sobre o liquidante¹¹⁵ e aplica-se por equiparação ao membro do conselho fiscal¹¹⁶.

Quanto aos deveres fiduciários nominados no Decreto-Lei 2.627, identificam-se o dever de diligência¹¹⁷, o dever de obediência¹¹⁸ e a vedação de atuação em conflito de interesses pelo administrador¹¹⁹. Em comparação com a atual Lei Acionária, cabe salientar três diferenças relevantes, quais sejam: (i) a conjugação do dever de obediência ao *standard* de conduta da diligência devida pelo “homem ativo e probo”; (ii) a incipiência da normatização do dever de lealdade, que se limitava ao dispositivo relativo ao impedimento do diretor em intervir nos atos sociais nos quais tivesse interesse

¹¹³ BRASIL. Decreto-Lei 2.627/40. Art. 121. Os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. (...) § 2º Quando os estatutos criarem qualquer órgão com funções técnicas ou destinado a orientar ou aconselhar os diretores, a responsabilidade civil de seus membros apurar-se-á na conformidade das regras deste capítulo.

¹¹⁴ Spinelli pondera que o acionista controlador também está inserido numa relação fiduciária pelo seccionamento entre controle e propriedade e a confiança que os outros acionistas acabem nele depositando (In: *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 77). Vide também item 1.1.1 *supra*.

¹¹⁵ BRASIL. Lei 6.404/76. Art. 217. O liquidante terá as mesmas responsabilidades do administrador, e os deveres e responsabilidades dos administradores, fiscais e acionistas subsistirão até a extinção da companhia. Luís Felipe Spinelli também pontua que os liquidantes exercem os poderes próprios dos diretores, apesar de sua atuação ser direcionada somente a realizar o ativo e pagar o passivo da companhia (In: SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012).

¹¹⁶ BRASIL. Lei 6.404/76. Art. 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

¹¹⁷ BRASIL. Decreto-Lei 2.627/40. Art. 116. (...) § 7º Os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios.

¹¹⁸ BRASIL. Decreto-Lei 2.627/40. Art. 119. Os diretores não poderão praticar atos de liberalidade à custa da sociedade. Não lhes será, igualmente, lícito hipotecar, empenhar ou alienar bens sociais, sem expressa autorização dos estatutos ou da assembléia geral, salvo se esses atos ou operações constituírem objeto da sociedade. Parágrafo único. É também defeso aos diretores, tomar empréstimos à sociedade, sem prévia autorização da assembléia geral.

¹¹⁹ BRASIL. Decreto-Lei 2.627/40. Art. 120. É vedado ao diretor intervir em qualquer operação social, em que tenha interesse oposto ao da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais diretores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento.

contraposto ao da companhia; e (iii) a ausência de posituação do dever de informar, evidenciando que a regulação do mercado de capitais e a tutela dos investidores não eram as prioridades daquela legislação.

Na sistemática da Lei das Sociedades por Ações de 1976¹²⁰, podem-se dividir os deveres fiduciários em quatro tipos, dos quais o dever de diligência e o dever de lealdade são considerados os protagonistas¹²¹. De um lado, o dever de diligência é o dispositivo estruturante da *deontologia societária*, uma vez que, segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira, as demais normas são “meros desdobramentos do padrão de comportamento dos administradores”¹²², isto é, pautam-se pelo critério do cuidado e da diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Luiz Antonio Sampaio Campos afirma categoricamente que “todas as condutas, especialmente para fins de responsabilização, devem ser lidas pela lente do dever de diligência”¹²³. De outro lado, o dever de lealdade – abarcado em determinados dispositivos dos artigos 155 e 156 da Lei 6.404/76 – apresenta significativa preponderância no balizamento da atuação dos administradores, uma vez que estabelece regras de vinculação a fim de que o fiduciário sirva ao interesse social e não se sirva da companhia para obtenção de benefícios particulares¹²⁴. Herbert Wiedman identifica uma dúplice eficácia do dever de lealdade: “uma vez como dever fiduciário típico de não desapontar a confiança nele depositada e, de outro lado, como dever típico de administrador de bens de não usar sua posição para perseguir interesses patrimoniais próprios”¹²⁵. Diante da prevalência sobre a *business judgement rule*, as manifestações

¹²⁰ Luiz Antonio Sampaio Campos pontua que os deveres fiduciários não são regulados de maneira uniforme, existindo deveres genéricos e outros específicos, *in verbis*: “A LSA não se filiou exclusivamente a um critério sintético ou analítico, de sorte que ao mesmo tempo em que há deveres genéricos, há condutas e responsabilidades específicas – ou mesmo implícitas – indicadas ao longo da lei” (In: “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1087).

¹²¹ Luís Felipe Spinelli considera “o dever de lealdade e o dever de diligência como os dois grandes deveres fiduciários, dos quais decorrem o dever de obediência e o dever de informar” (In: *Ob Cit.*, p. 284).

¹²² LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 235.

¹²³ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1087.

¹²⁴ João Pedro Scalzilli pontua que o dever de lealdade “não se trata de mero enunciado genérico acerca de expectativa de probidade e de lealdade, porém, de verdadeiras normas cogentes, lastreadas pela boa-fé, tais como as dos arts. 117, 155, 156 da Lei Acionária” (In: *Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015).

¹²⁵ WIEDEMAN, Herbert. “Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas”, in: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coordenador). *Temas de Direito Societário e Empresarial*

do dever de lealdade seriam mais facilmente operacionalizáveis, uma vez que existe maior possibilidade de se aferir a utilização de oportunidades comerciais ou a obtenção de benefícios particulares pelo administrador em detrimento da companhia do que de se comprovar a atuação não-consciososa e negligente do gestor do patrimônio alheio. Nesse sentido, Mariana Pargendler descreve que, diferentemente da *diligência*, o dever de lealdade consolidou-se soberanamente frente à *business judgement rule* na jurisprudência societária norte-americana:

Há consolidado posicionamento jurisprudencial no sentido de que a *business judgment rule* deve ceder diante da violação ao dever de lealdade. Sempre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação – o qual transfere aos administradores o ônus de provar que o negócio atende aos melhores interesses da companhia, observando um “processo justo” e um “preço justo”, sob pena de responsabilização. Não se aplica, pois, a proteção da *business judgment rule* a decisões eivadas por conflito de interesse formal ou material.

No mapeamento dos deveres fiduciários na Lei 6.404/76, importam também o dever de obediência e o dever de informação (e sigilo). O padrão de conduta disposto no Artigo 154 condiciona a atuação do administrador em favor da realização do objeto social e da consecução do interesse social, pautando-se a gestão do patrimônio da companhia pelo intuito lucrativo. Os deveres relacionados à informação compreendem o dever de manter reserva sobre os negócios sociais, o dever de não divulgar informação privilegiada, o dever de não utilizar informação privilegiada (combate ao *insider trading*) e o dever de informar¹²⁶. Embora guardem proximidade com os vínculos de lealdade em sentido estrito, os deveres de informação e sigilo visam, prioritariamente, a estabelecer os comandos necessários para a tutela do mercado de capitais e para a proteção do público investidor.

Após ser traçada a *planta* sobre a qual foram arquitetados os deveres fiduciários na Lei das S.A., o presente trabalho direciona-se para a análise da caracterização normativa do dever de diligência em consideração com todas as facetas dos deveres fiduciários apresentadas neste capítulo. Buscar-se-á o detalhamento do significado da *diligência do administrador* como conceito jurídico operacionalizável. No caminho a

Contemporâneo. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 149.

¹²⁶ Vide: SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp.106-112.

ser percorrido, a densificação normativa do artigo 153 da Lei das S.A. dependerá da investigação de suas raízes e influência, da identificação dos elementos caracterizadores da relação fiduciária e também da apuração analítica das possíveis concreções do texto legal diante das especificidades do caso concreto.

2. DO DEVER DE DILIGÊNCIA

2.1. A FILOLOGIA DO DEVER DE DILIGÊNCIA

Os sentidos normativos estão encapsulados nas palavras do texto legal. A opção pelos termos “diligência” e “cuidado” como balizadores da atuação dos administradores da sociedade anônima não foi obra do acaso ou fruto da mera discricionariedade dos autores do Anteprojeto. A redação do artigo 153 da Lei das S.A. está vinculada a experiências jurídicas e condicionantes históricas que continuamente modelam o alcance e o significado do dever de diligência. Num “*exercício filológico*”, a presente seção visa a traçar os vetores de significação relativos ao padrão de conduta diligente do *bonus pater familia* na tradição romanística e ao *standard* do *duty of care* na *common law*.

2.1.1. O significado da *diligentia* do homem ativo e probo

O padrão de conduta da *diligência do homem ativo e probo*, abarcado no artigo 153 da Lei das S.A., incorpora o referencial do *bonus pater familia*, originado no direito romano. A fim de compreender o desenvolvimento de tal *standard* comportamental na tradição romanística, serão traçados os contornos e significados gerais do dever de diligência, analisando-se a possível adequação do critério do “homem ativo e probo” para regular a conduta dos administradores da companhia.

Na linguagem jurídica, utiliza-se o termo “diligência” para designar a conduta previdente, atenta e cautelosa na gestão do interesse de outrem, visando ao cumprimento dos deveres concernentes à função gestora¹²⁷. No direito romano, a noção de *diligentia* compreendia comportamentos como de zelo, vigilância e assiduidade a fim de delimitar qual seria a postura a ser empregada pelo devedor quando do cumprimento de uma obrigação acordada. Conforme Renato Ventura Ribeiro, a diligência seria “o adequado emprego de energias e meios úteis para a realização de um fim determinado, manifestando-se pelo esforço, dedicação, cuidado, interesse, execução e zelo na execução de uma tarefa”¹²⁸. Cumpre observar que um dos possíveis conceitos

¹²⁷ CANCELLI, Filipo. “Diligenza” (dir. rom.), *Novissimo Digesto Italiano*, UTET, p 517.

¹²⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 207-208.

contrapostos à noção de *diligentia* era o de negligência como manifestação da *culpa*¹²⁹, uma vez que a atribuição de responsabilidade dependia da apreciação a respeito da ausência da diligência esperada e indispensável para o bom cumprimento de uma obrigação. Nessa linha, o padrão de conduta do *bonus pater familia* surge como elemento concretizador da *diligentia* no direito romano, pois, além de balizar o grau de cuidado e prudência devido em determinada atividade, servia de critério de imputação de responsabilidade¹³⁰.

Ao considerar a diligência como um instrumento de caráter deontológico conformador do modo de concreção de uma atividade, Stefano Rodotà delinea o alcance do modelo do *bom pai de família* nos seguintes termos:

affermare che la diligenza si risolve in un criterio de valutazione, e quindi di responsabilità, non significa porre unicamente un criterio per giudicare della mera conformità formale del comportamento tenuto a quello dovuto, bensì introdurre proprio uno strumento di carattere deontologico, riguardante il ‘come’ dell’attività esecutiva¹³¹.

Diante da adoção do critério do *homem ativo e probo* para a caracterização do dever de diligência na Lei das S.A., parte da doutrina societária brasileira mostrou-se crítica a tal opção legislativa ao considerar que o standard comportamental do bom pai de família não seria suficiente para assegurar o desempenho profissional do administrador de uma sociedade anônima. Salles de Toledo enfatiza que o legislador deveria ter adotado um padrão referencial aderente ao necessário profissionalismo da gestão da empresa, uma vez que “esta é uma atividade que cada dia mais se torna complexa, sendo ligada a conhecimentos específicos que dificilmente podem ser obtidos apenas na prática negocial”¹³². Nelson Eizerik argumenta que, enquanto o bom pai de família deve preservar o patrimônio, o administrador da companhia deve buscar multiplicá-lo, considerando que tal parâmetro não seria adaptável ao contexto da companhia¹³³.

¹²⁹ Rento Ventura Ribeiro apresenta a seguinte definição de *culpa*: “Enquanto o dolo está relacionado à vontade e contrapõe-se à boa-fé, a *culpa*, apesar de ser um conceito plurívoco, diz respeito ao intelecto e opõe-se à *diligentia*. Daí decorrem os dois conceitos de culpa: como falta de diligência ou, num sentido mais técnico, como falta de diligência exigida para determinado negócio” (In: *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 47-48).

¹³⁰ RIBEIRO, *Op. Cit.*, 2006, pp. 56-57.

¹³¹ CANCELLI, Filippo. “Diligenza” (dir. rom.), *Novissimo Digesto Italiano*, UTET, p. 544.

¹³² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 53-54.

¹³³ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 350.

No entanto, outra parcela da doutrina coloca em perspectiva a crítica à adoção do parâmetro do *bom pai de família*. Sampaio Campos argumenta que o termo “homem”, no contexto da Lei das S.A., deve ser interpretado como *comerciante* em consideração ao risco empresarial e à necessidade de adoção de posturas criativas e inovadoras na gestão social¹³⁴. Adamek pondera que a diligência exigida do administrador é a própria de um profissional, uma vez que o artigo 153 deve ser interpretado conjuntamente com o dispositivo do artigo 152 da Lei das S.A., o qual vincula a remuneração dos gestores da companhia à sua competência e reputação profissional¹³⁵. Nesse sentido, Spinelli também considera que o critério balizador dos comportamentos do administrador deve se basear na maneira “como agiria qualquer outro de seus pares, em posição equivalente, comparando-se, hipoteticamente, sua atuação com a de um administrador (profissional) competente”¹³⁶.

Considerando o critério do *bom pai de família* suficientemente maleável para se adaptar ao contexto da sociedade anônima, Franco Bonelli pondera que este parâmetro não seria menos rigoroso do que o *standard* do administrador profissional ou do homem de negócios ordenado e consciencioso, além de não se confundir com a diligência devida pelo homem médio na condução dos interesses familiares¹³⁷. A diligência do *homem ativo e probo* caracterizar-se-ia por dois principais elementos no âmbito da companhia, quais sejam: (i) a atividade do devedor deve buscar a realização do interesse do credor, ou seja, o administrador deve empregar a particular diligência que melhor possa auxiliar na realização do objeto e interesse da sociedade anônima¹³⁸; e (ii) a diligência deve ser aferida em conformidade com a natureza da atividade exercida, isto é, as características da relação jurídica existente entre fiduciante e fiduciário delimitam o grau de zelo e cuidado exigido do administrador numa situação concreta, pois “não se deve exigir a mesma diligência do administrador de uma sociedade anônima de dimensão familiar e do presidente do conselho de administração de uma sociedade

¹³⁴ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1101.

¹³⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

¹³⁶ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 104.

¹³⁷ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 47.

¹³⁸ BONELLI, *Op. cit.*, 1992, pp. 47-48.

cotada em bolsa”¹³⁹. Em síntese, o padrão normativo a ser concretizado pelo dever de diligência depende necessariamente da valoração da atividade exercida pelo administrador, conforme a lição de Bonelli:

Questo adeguamento del modello astratto della diligenza alla concreta attività del soggetto si traduce – riferito agli amministratori – in una più rigorosa valutazione della diligenza richiesta, poiché il metro della normalità deve tener conto esclusivamente di comportamenti attinenti ad un’attività (amministrazione di società) che è particolarmente qualificata e che richiede prudenza, cure e attenzioni superiori e più specifiche di quelle propri dell’uomo medio¹⁴⁰.

Como *metro* de aferição da regularidade da conduta dos administradores, o dever de diligência visa a coibir atitudes negligentes dos gestores do patrimônio alheio. A finalidade de tal *standard* é aferir o grau de zelo e cuidado empregado pelos administradores no processo de formação da decisão negocial, não sendo instrumento normativo hábil para apreciar a oportunidade e a conveniência das escolhas de gestão¹⁴¹. Nesse sentido, a violação ao dever de diligência depende da apreciação do *iter* que leva à tomada de decisão¹⁴², sendo vedado ao julgador sopesar retrospectivamente as vantagens e desvantagens da opção negocial para a companhia. No Processo Administrativo Sancionador RJ 2007/4476, o Diretor Eli Loria manifesta entendimento de que a conduta diligente pode ser compreendida *a contrario sensu*, considerando-se diligente o “não-negligente”, ou seja, “aquele que não trata com descuido os assuntos da companhia e que zela para que dentro dela não se pratiquem atos de ilegalidade ou abuso, não se omitindo ou silenciando”¹⁴³.

A partir da observação de que a violação do dever de diligência dá azo à ilicitude e não à mera medida de culpa, António Menezes Cordeiro conceitua a diligência, em sentido normativo, como o “grau de esforço exigível para determinar e executar a conduta que integra o cumprimento de um dever”¹⁴⁴. Assim, o *quantum* de diligência e

¹³⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 127.

¹⁴⁰ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 49.

¹⁴¹ Conforme preceitua Marcelo Vieira von Adamek, “é assente o entendimento de que a responsabilidade do administrador não pode resultar da análise de oportunidade e mérito da decisão de gestão” (In: *Op. cit.*, 2009, p. 128).

¹⁴² SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 111.

¹⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ – 2007/4476*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.08.2008.

¹⁴⁴ MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de direito das sociedades*. Das Sociedades em especial. 2ª ed. v. 1, n. 298, p. 810

cuidado que deve ser empregado pelo administrador na gestão da companhia deve ser aferido diante das características e peculiaridades de uma determinada relação fiduciária.

Nessa linha, percebe-se que o dever de diligência consiste numa *obrigação de meio* e não *de resultado*, pois o administrador se obriga a empregar a diligência e o cuidado necessários na gestão dos negócios sociais para concretizar os objetivos da companhia¹⁴⁵. O *fiduciário* não está obrigado à obtenção de um resultado específico e determinado em favor da sociedade anônima, uma vez que “*la legge non impone agli amministratori un obbligo di gestire la società senza commettere errori*”¹⁴⁶. Fábio Konder Comparato caracteriza a violação de uma obrigação de meio como “a total ausência do comportamento exigido”, *in verbis*:

Tratando-se de uma obrigação de meio, o devedor só será responsável na medida em que se provar não a falta do resultado (que não entra no âmbito da relação), mas a total ausência do comportamento exigido, ou um comportamento pouco diligente e leal. O ônus da prova incumbe pois ao credor¹⁴⁷.

Embora a administração da sociedade anônima tenha como objeto a realização de uma atividade de fim lucrativo¹⁴⁸, cumpre salientar que a existência de prejuízos ou a geração de lucros não são elementos suficientes para se aferir o cumprimento do dever de diligência pelo administrador. Diante do risco da atividade comercial, o gestor do patrimônio social não pode ser garantidor de um resultado econômico positivo. Nesse sentido, Adamek pondera que é legítima a expectativa dos acionistas de que os administradores atuem de forma idônea e a cumprir com a finalidade lucrativa, mas estes não podem ser responsabilizados por não terem feito fortuna¹⁴⁹. Por outro lado, o resultado lucrativo, por si, não é prova, nem indício, de que o administrador atuou de modo diligente ou “não-negligente”. Os lucros presentes podem tanto ser frutos de

¹⁴⁵ “Ao pautar a conduta do administrador pelo dever de diligência, a lei torna evidente que a obrigação do administrador na condução geral dos negócios da companhia é obrigação de *meio*, e não de *resultado* (ressalvadas as hipóteses de obrigações específicas, adiante referidas). De regra, porém, o administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com a diligência requerida, para a consecução de um determinado fim (no caso, os objetivos da companhia), mas não se obriga pela efetiva obtenção de resultado” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132).

¹⁴⁶ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 64.

¹⁴⁷ COMPARATO, Fábio Konder. “Obrigação de meios, de resultado e de garantia”. In: *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 538.

¹⁴⁸ Lei 6.404/1976. Art. 2º. Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

¹⁴⁹ ADAMEK. *Op. cit.*, 2009, p. 133.

ilícito quanto decorrer de uma exposição a riscos não-usuais ou estranhos ao objeto social, podendo derivar, no futuro, enormes prejuízos à sociedade e aos seus acionistas. Portanto, a expressão numérica e abstrata do resultado econômico da companhia não exterioriza a diligência devida pelo administrador, uma vez que a adequação do comportamento exigido deve ser aferida *in concreto*.

Por fim, destacam-se outras três características que, segundo Spinelli, delineiam os traços gerais do dever de diligência¹⁵⁰, diferenciando-o do dever de lealdade. Temporalmente, a conduta violadora da diligência tenderia a estender-se no tempo, ou seja, o comportamento negligente do administrador não se limita a um único ato ou a uma deliberação específica, mas permeia (e contamina) o *modo* de condução dos negócios sociais. Quanto ao agente violador deste dever fiduciário, Spinelli observa que, em regra, a quebra da diligência é provocada pelo órgão de administração de maneira coletiva e não por um administrador individual. No que tange ao ônus da prova, incumbe ao autor da ação de responsabilidade – isto é, à companhia ou aos acionistas, por substituição – demonstrar a violação e a extensão dos danos provocados pelo administrador negligente.

2.1.2. O significado do *duty of care* no direito norte-americano

O artigo 153 da Lei das S.A. – diferentemente do dispositivo correspondente do Decreto-Lei 2.627/40 – conjugou a diligência com o cuidado, evidenciando a influência do padrão normativo do *duty of care* na estruturação do dever de diligência no atual diploma legal. Embora Modesto Carvalhosa tenha chamado de *servilismo* a incorporação do termo “cuidado” na legislação¹⁵¹, observa-se que, além dos autores do Anteprojeto, a maior parte da doutrina societária brasileira mostrou-se bastante permeável à terminologia e aos fundamentos dos precedentes judiciais do sistema norte-americano quando do preenchimento do conteúdo do dever de diligência¹⁵², auxiliando

¹⁵⁰ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 114-115.

¹⁵¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 138 a 205. 3º Volume. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 271.

¹⁵² Otávio Yazbek pondera sobre a inadequação da incorporação da experiência jurídica estrangeira no direito pátrio nos seguintes termos: “A mera referência a experiências ou interpretações adotadas em outros países, como se estas fossem determinantes para a adoção de interpretações no caso brasileiro, é uma prática não apenas inadequada como também bastante criticável, pelas simplificações e nivelamentos que tende a promover” (In: “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In:

a estabelecer também os contornos do debate jurisprudencial no âmbito da CVM. A fim de compreender as origens e o contexto de formação dos *leading cases* estadunidenses que se tornaram referências na densificação dos padrões de conduta exigidos na prática empresarial, o presente item do trabalho objetiva apresentar pontos significativos do diálogo constante entre a experiência jurisprudencial e a análise doutrinária no sistema norte-americano.

Na normatização da atuação dos administradores no âmbito da companhia, o *duty of care* impõe um parâmetro de prudência e diligência a fim de que a condução da gestão social esteja pautada por um grau mínimo de informação, monitoramento e razoabilidade no processo decisório, indicando que “*a director must take her job seriously*”¹⁵³. Nos anos de 1960, Richard Dyson já pontuava que o dever de diligência, em comparação com os demais deveres fiduciários, apresentava-se como um *standard* mais intangível, menos absoluto e mais sujeito a exceções, explicando que tal relatividade derivaria da dificuldade de se demonstrar *in concreto* o comportamento negligente do administrador da companhia¹⁵⁴. Em síntese, a definição do conteúdo do dever de diligência exigível do administrador dependeria da utilização dos conceitos de responsabilidade civil, especialmente das noções de negligência e denexo causal.

A violação do *standard of care* pode se operar tanto pela ação, quanto pela omissão do administrador. Robert Clark observa que a conduta será mais facilmente caracterizável como violadora do dever de diligência por meio da demonstração de que o *fiduciário* descumpriu absolutamente as suas mais básicas tarefas de gestor do patrimônio social, ao se evidenciar sua total inatividade ou conduta gravemente culposa, *in verbis*:

KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, p. 942).

¹⁵³ HAMILTON, Robert; FREER, Richard. *The Law of Corporations in a nut shell*. Sixth Edition. St. Paul: West Publishing, 2011, p. 156.

¹⁵⁴ “It is widely, though not universally, accepted that the corporate director has the duty to be prudent and diligent in carrying out the functions assigned to him by law and by the corporation itself. It [duty of care] has been more elusive, less absolute, and more subject to exceptions than the other main duty of the director, that of honesty and fidelity to the corporation he serves. (...) Another reason is that directors' negligence liability produces the irritating necessity of dividing the indivisible, of determining the line between excusable and actionable negligence, by little more than the venerable concept of the reasonable man. It is, after all, the application of the law of torts to the corporate director; and as with other branches of that law, it consists of a simple basic doctrine with numerous qualifications, exceptions, and mitigating factors.” (DYSON, Richar B. “The Director’s Liability for Negligence”, *Indiana Law Journal*, volume 40, issue 3, Spring 1965, 341)

Directors have been found to violate their duty of care when they failed to attend meetings, to learn the basic facts about the business of the corporation, to read a reasonable quantity of reports, to seek needed help when a danger signal appeared, or when otherwise neglected to go through the standard motions of diligent behavior¹⁵⁵.

Nesse contexto, ressalta-se que, desde o início do século XX, as cortes estaduais norte-americanas, ao avaliar o cumprimento o dever de diligência, não demonstraram qualquer complacência em relação a “medalhões” (*figurehead directors*) ou “figurantes” no conselho de administração, uma vez que não seria justificável que tais “pseudo-administradores” somente emprestassem seu nome à companhia para forjar uma falsa impressão de estabilidade e respeitabilidade ao órgão de administração, mas sem assumir os ônus e deveres impostos pela função assumida. Em 1907, Frederick Dwight sensivelmente alertava para o problema dos “figurões” no conselho de administração, defendendo a substituição em favor de membros efetivamente diligentes e compromissados com o interesse da companhia:

Where else in human affairs may be found so admirable a combination of distinction without anxiety, of reward without toil? Would it not be well for the corporation and society at large if penalties that are admitted to be proper in the abstract were insisted upon until the prodigious number of pseudo-directors who are now in evidence were "squeezed out," and a really hard-working director, as distinguished from an officer, became less of an anomaly than he seems under present conditions?¹⁵⁶

O precedente *Francis vs. United Jersey Bank* consolidou o entendimento de que o “pseudo-administrador” será responsabilizado pela quebra do dever de diligência na hipótese de se omitir completamente na supervisão e monitoramento da condução dos negócios da sociedade. Em específico, a Sra. Pitchard, viúva do fundador de uma empresa de resseguros, fora eleita para compor o conselho de administração da referida companhia. No entanto, a Sra. Pitchard não se fazia presente nas reuniões do *board of directors*, nem buscava informar-se sobre os resultados financeiros da sociedade, facilitando o comportamento fraudulento dos demais herdeiros que acabaram por expropriar o patrimônio social. Desse modo, o *duty of care* imporia ao administrador tanto a capacidade de compreensão básica dos assuntos da companhia quanto uma postura minimamente combativa para tentar evitar os prejuízos sofridos, uma vez que a análise rudimentar das demonstrações financeiras seria suficiente para identificarem-se os ilícitos cometidos pelos demais gestores. Na ilustração de Judge Pollock, “when

¹⁵⁵ CLARK, Robert. *Corporate Law*. Aspen Law Publishes, 1986, p. 125.

¹⁵⁶ DWIGHT, Frederick. “Liability of Corporate Directors”, *Yale Law Journal*, Vol. 17, n. 01, November 1907, p. 42.

*financial statements demonstrates that insiders are bleeding a corporation to death, a director should notice and try to stanch the flow of blood*¹⁵⁷.

Em razão do absoluto descumprimento do comportamento exigido por parte da Sra. Pitchard, a Suprema Corte de New Jersey não encontrou dificuldades em estabelecer o nexo causal entre a omissão da “pseudo-administradora” e os danos provocados à companhia. Todavia, nos casos em que o administrador apresenta o mínimo de aptidão para a condução dos negócios sociais, torna-se mais difícil a delimitação da negligência, pois há o risco de se valorar retrospectivamente a conduta como negligente diante do seu resultado danoso, isto é, o mero prejuízo econômico de uma decisão negocial poderia hiperbolizar eventual falta de diligência atribuível ao fiduciário. Conforme Dyson, “often hindsight passes for insight; we call it ‘recklessness’ because it was followed by insolvency; if we had been on the scene, we do not know whether it would have seemed reckless at all”¹⁵⁸. Em síntese, o delineamento do nexo causal dependeria do seguinte exercício hipotético: o autor de eventual ação de responsabilidade tem de demonstrar que, caso o gestor empregasse a diligência e o cuidado na administração do interesse social, este não apenas seria capaz de identificar a conduta danosa, mas também poderia alterar o curso da ação para evitar a ocorrência de prejuízos à sociedade.

Ao retratar a constante adaptabilidade do *duty of care* frente às novas funções e exigências do conselho de administração como órgão de supervisão, o caso *Caremark* estabeleceu que os administradores têm ampla discricionariedade para definir quais os sistemas de controle e monitoramento que serão utilizados pela companhia; contudo, são obrigados a garantir e a promover ao menos uma modalidade de controle interno. *In casu*, os acionistas buscavam por meio de uma *derivative action* a responsabilização dos membros do conselho de administração pela não implementação de mecanismos de fiscalização adequados para supervisão das atividades realizadas pela companhia. Em específico, esse precedente consolidou o entendimento de que a violação do dever de diligência caracterizar-se-ia pela falha na execução de controles internos ou pela

¹⁵⁷ ESTADOS UNIDOS. The Supreme Court of New Jersey. *Francis vs. United Jersey Bank*. 432 A.2d 814 (N.J. July 1st, 1981).

¹⁵⁸ DYSON, Richar B. “The Director’s Liability for Negligence”, *Indiana Law Journal*, volume 40, issue 3, Spring 1965, p. 359.

absoluta ausência de monitoramento da condução dos negócios sociais pelo administrador ¹⁵⁹.

Além do conteúdo de supervisão, a outra importante faceta do dever de diligência diz respeito ao seu conteúdo gerencial, isto é, o cuidado exigível dos administradores na formação das decisões e estratégias que vincularão a companhia. No que tange ao mérito da decisão negocial, a *business judgment rule* estabelece uma garantia ao administrador de que a oportunidade e a conveniência da deliberação não serão sindicáveis por um terceiro caso a decisão tenha sido tomada de boa-fé, sem conflito de interesses e por meio de um processo decisório razoável¹⁶⁰. Robert Clark pontua que a *business judgment rule* não teria suplantado – somente atenuado – a força normativa do *duty of care*, uma vez que a presunção em favor do “erro honesto” não é absoluta, podendo ser demonstrada a negligência na formação da decisão negocial para atribuir responsabilidade ao administrador da sociedade anônima.

O mais célebre e controverso caso sobre o conteúdo gerencial do dever de diligência é *Smith vs. Van Gorkon*. Em linhas gerais, Van Gorkon era diretor-presidente da Trans Union Company e decidira pela alienação das ações da sociedade a um terceiro por meio de uma operação de *leveraged buy-out*¹⁶¹. Após fixar o preço de aquisição de cada quota em cinquenta e cinco dólares norte-americanos, o diretor-presidente ofereceu a proposta de compra da Trans Union a um empresário atuante no ramo de fusões e aquisições, que manifestou interesse na aquisição desde que Van Gorkon garantisse agilidade no processo de aprovação da transferência de controle. Nesse contexto, Van Gorkon convocou uma reunião extraordinária do conselho de administração, mas sem especificar o propósito do encontro, nem enviar qualquer documento a respeito da iminente operação de *leveraged buy-out*. Após uma rápida apresentação da oportunidade de venda e uma avaliação apressada de um banco de investimento sobre as condições do negócio, a alienação das ações da companhia foi aprovada pelo *board of*

¹⁵⁹ Conforme Otávio Yazbek: “Em outras palavras, se a constituição daqueles controles pelo Conselho foi feita de boa-fé, no melhor interesse da companhia (sem conflito de interesse, portanto), de maneira informada, não há que se falar em descumprimento de dever de diligência” (“Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, p. 946).

¹⁶⁰ EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 959.

¹⁶¹ Uma *leveraged buy-out* consiste numa operação de transferência de controle pela qual o preço de aquisição das ações é pago conforme a geração do fluxo de caixa da empresa adquirida.

directors. Na apreciação do contexto fático descrito, a Suprema Corte do Estado de Delaware considerou que os membros do conselho de administração teriam violado o dever de diligência ao conduzirem o processo de aprovação da alienação com extrema negligência e sem questionar os critérios de avaliação do preço de compra estipulados por Van Gorkon, conforme o seguinte trecho do voto condutor do Justice Horsey:

The directors (1) did not adequately inform themselves as to Van Gorkom's role in forcing the "sale" of the Company and in establishing the per share purchase price; (2) were uninformed as to the intrinsic value of the Company; and (3) given these circumstances, at a minimum, were grossly negligent in approving the 'sale' of the Company upon two hours' consideration, without prior notice, and without the exigency of a crisis or emergency.

Embora tenha sido objeto de intensas críticas, que motivaram a alteração da legislação societária do Estado de Delaware em favor dos administradores¹⁶², a decisão de *Smith vs. Van Gorkom* auxiliou a explicitar uma característica fundamental da estrutura do *duty of care*, qual seja: o padrão normativo de diligência e cuidado exigível do fiduciário alberga duas funções distintas¹⁶³. De um lado, o *standard* representa uma expectativa ideal depositada pelos acionistas a respeito do comportamento a ser seguido pelo administrador para a realização do objeto social e obtenção de resultados econômicos positivos. De outro lado, o dever de diligência, modulado pela *business judgment rule*, fornece um *standard* de revisão por meio do qual se aferirá a existência de elementos suficientes para caracterizar a decisão do administrador como irracional, imputando-lhe os prejuízos sofridos pela companhia. Diante da dúlice função do *duty of care*, o administrador poderia descumprir o *standard* de comportamento e, ao mesmo tempo, não responder pelos danos provocados à companhia em razão da estreiteza do *standard of review*, observando-se, contudo, que a ausência de sanção não traduz necessariamente o adequado cumprimento da norma jurídica pelo seu destinatário¹⁶⁴.

¹⁶² A *Section 102(b)(7)* do diploma legal da Delaware General Corporation Law estabelece previsão a respeito da possibilidade de se estabelecer no estatuto da companhia hipótese de excludente de responsabilidade do administrador pela quebra do dever de diligência.

¹⁶³ Nas precisas palavras de David Kershaw, "however, when thinking about the design of a standard of care for directors we need to remind ourselves that a duty provides two functions: first, it sets an expectation of behaviour for the directors: how we ideally would like to see them behave; and, secondly, it provides a liability standard according to which directors may be personally liable to the company if the directors breach this standard" (In: *Corporate Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 418).

¹⁶⁴ No arguto apontamento de Melvin Eisenberg, "although the law immunizes directors and officers for liability for unreasonable decisions, it remains true that a director or officer who makes an unreasonable decision has acted improperly" (In: *The Duty of Care of Corporate Directors and officers*, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 967).

Em última análise, é possível perceber que o caminho percorrido pelo *duty of care* na experiência societária norte-americana não foi sem percalços, encruzilhadas e intromissões. O pragmatismo *yankee* impulsionou a consolidação do entendimento de que tal modelo de conduta não deveria impor excessos utópicos ou escrutinar o mérito de uma decisão negocial, pois uma avaliação retrospectiva da oportunidade das escolhas do administrador poderia inibir a assunção de riscos inerentes e necessários na gestão empresarial. No entanto, não mitigou absolutamente a incidência normativa do dever de diligência, uma vez que o administrador “não-negligente” deve estabelecer mecanismos de controle e monitoramento e também garantir um processo razoável de formação da decisão negocial, conforme o apontamento de Eisenberg:

Directors and officers should have all appropriate protection against the imposition of liability for bold decisions that happen to turn out badly, and against the imposition of liability that is disproportionate to fault. However, they also must be subject to the general rule that if a private individual assumes a role whose performance involves a risk of injury to others, he is under a moral and legal obligation to perform the role with due care¹⁶⁵.

2.2. AS REPRESENTAÇÕES DO DEVER DE DILIGÊNCIA

Diante da generalidade e da abstração do dispositivo normativo do artigo 153 da Lei das S.A., a doutrina societária percebeu que as dificuldades envolvendo o dever de diligência não se limitavam à definição do *standard* adotado pela legislação ou à compreensão da filologia da diligência e do cuidado como parâmetros de conduta do administrador. Segundo Adamek, a mais árdua tarefa seria a aplicação do *standard* ao caso concreto, por meio da qual o intérprete deve extrair “o comportamento que razoavelmente poderia se esperar do administrador em hipóteses semelhantes”¹⁶⁶.

Considerando a impossibilidade de se estipular, em abstrato, qual a extensão de uma conduta negligente que violaria o padrão normativo da diligência esperada do administrador, vários autores optaram por preencher o conteúdo do dever de diligência a partir de deveres positivos que concretizariam o *standard* comportamental exigível¹⁶⁷.

¹⁶⁵ EISENBERG, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and officers, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 972.

¹⁶⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

¹⁶⁷ Entre os autores que empregaram esforços para delimitar os desdobramentos do dever de diligência, mencionam-se as seguintes obras doutrinárias, em ordem cronológica de publicação: PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005; RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier

Esses deveres positivos receberam diferentes denominações, como “desdobramentos”, “subdeveres”, “manifestações” ou “representações” do dever de diligência, ilustrando o esforço no sentido de se elencar uma multiplicidade de comportamentos que caracterizam a diligência. Nessa linha, o objetivo da presente seção é delinear três representações nucleares do dever de diligência – o “dever de se informar”, o “dever de vigiar” e “dever de investigar”¹⁶⁸ –, analisando-se, ao final de cada item, a aplicação *in concreto* de tais deveres pela CVM quando da apreciação de alegações de violação ao dispositivo do artigo 153 da Lei das S.A. pelos administradores.

2.2.1. Dever de se informar

O dever de se informar, como uma das representações do dever de diligência, estabelece um dever positivo imposto ao administrador da companhia no sentido de que se adotem procedimentos deliberativos nos quais haja a disponibilização das informações necessárias e do tempo adequado para a tomada de decisões minimamente refletidas pelos órgãos da administração. No entendimento de Sampaio Campos, “administrar com diligência pressupõe que se obtenham as informações adequadas para se avaliar os riscos do negócio, as vantagens e as desvantagens que a decisão a ser tomada envolve”¹⁶⁹, em vista da realização do interesse social.

O dever de se informar concretiza-se em conformidade com as características da relação fiduciária e com as peculiaridades do caso concreto, não exigindo do administrador um comportamento absoluto ou uniforme em todas as deliberações sobre os rumos da sociedade. Flávia Parente considera que os fiduciários devem observar a adequação do processo de tomada de decisões, cabendo-lhes “obter todas as informações razoavelmente disponíveis antes de tomarem quaisquer decisões relativas

Latin, 2006; SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009; e YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012.

¹⁶⁸ Adotou-se o posicionamento de Otávio Yazbek, que percebeu que a doutrina nacional, ao tratar do dever de diligência, convergiu a respeito de três representações, quais sejam: “dever de se informar”, “dever de vigiar” e “dever de investigar” (In: YAZBEK, *Op. Cit.*, 2012, p. 954).

¹⁶⁹ SAMPAIO CAMPOS, *Op. Cit.*, 2009, p. 1106.

aos negócios da companhia”¹⁷⁰. Diante da adoção de um critério de *razoabilidade* na aferição do cumprimento de tal dever, a autora sustenta a necessidade de valorarem-se as condicionantes fáticas do processo decisório, como o conhecimento prévio sobre a matéria em deliberação pelos membros do órgão, a quantidade de informação disponível, o custo da obtenção de mais informações e o nível de relevância e urgência da decisão para a companhia¹⁷¹.

Nesse sentido, deve ser lembrada a arguta lição de Lamy Filho e Bulhões Pedreira concernente a não imposição de “excessos utópicos” pelos deveres fiduciários¹⁷² a fim de evitar que a exigência de um conteúdo informacional exaustivo seja tão severa a inviabilizar a própria tomada de decisão pelos administradores, acarretando em potenciais perdas de oportunidades negociais pela companhia. Assim, o padrão normativo do dever de se informar centra-se na busca do conteúdo informacional necessário, razoável, pertinente e não excessivo, uma vez que o excesso de rigor no julgamento do dever de diligência “pode levar os administradores a uma atitude de paralisia ou de cautela que evitem assumir quaisquer riscos, que são da essência da atividade empresarial”¹⁷³.

As informações que fundamentam as decisões negociais são disponibilizadas aos administradores por meio de relatórios internos ou pareceres externos. Com o objetivo de operacionalizar a gestão, é garantido aos administradores o direito de confiar no material elaborado pelo corpo executivo, por empregados ou por auditores. No entanto, tal presunção de veracidade dos laudos e pareceres deve ser interpretada *cum grano salis*, pois a diligência do administrador exige que ele adote uma postura de “confiar desconfiando” das informações prestadas¹⁷⁴.

¹⁷⁰ PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005, p. 116.

¹⁷¹ PARENTE, *Op. Cit.*, 2005, p. 117.

¹⁷² Na Exposição de Motivos da Lei das S.A., Lamy Filho e Bulhões Pedreira consideram que os *standards* de conduta devem “orientar os administradores honestos, sem entorpece-los na ação, com excessos utópicos” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “O Projeto de Lei a Exposição Justificativa”. In: A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 235).

¹⁷³ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

¹⁷⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 227.

Nelson Eizerik considera que o dever de buscar informações pelo administrador desdobra-se em duas obrigações distintas¹⁷⁵. No âmbito das matérias ordinárias de gestão, o administrador tem o dever de acompanhar a condução dos negócios da companhia, ou seja, deve garantir uma estrutura de normalidade a fim de que as informações circulem com transparência e efetividade para a tomada de decisões. Quando do surgimento de pautas conjunturais e extraordinárias (e.g. incorporação, cisão, aquisição de controle), exige-se um grau maior de esforço do gestor do patrimônio social a fim de que obtenha o material suficiente para fundamentar uma decisão estratégica em favor da companhia.

O Inquérito Administrativo 04/99 (“Caso Bombril”) é uma decisão emblemática no âmbito da CVM sobre violação do dever de diligência pelo descumprimento do dever de se informar pelos administradores. O substrato fático do caso apresenta os seguintes contornos: com o auxílio da captação de recursos junto ao mercado de capitais brasileiro, a Bombril tornou-se, em 1997, a primeira multinacional brasileira no mercado de bens de consumo a partir da aquisição da empresa Cirio Holding pelo preço de US\$ 380.000.000,00 (trezentos e oitenta milhões de dólares norte-americanos) à vista. Em dezembro de 1998, alegando dificuldades na obtenção de financiamentos diante das crises econômicas na Ásia e na Rússia, a Bombril decidiu vender a Cirio Holding ao controlador pelos mesmos US\$ 380.000.000,00 (trezentos e oitenta milhões de dólares norte-americanos) de modo parcelado. A proposta de alienação foi formulada pela diretoria e aprovada pelo conselho de administração, o qual, além de não ter exigido nova *valuation* para a revisão do preço, aprovou a minuta de um contrato de compra e venda sem previsão de qualquer garantia por parte do comprador, tendo sido incluída uma obrigação acessória em favor da alienante somente após a solicitação de acionistas minoritários.

Na apreciação de tais circunstâncias fáticas, o órgão colegiado da CVM, além de caracterizar o abuso do poder de controle, atribuiu responsabilidade aos administradores pela quebra do dever de diligência em razão da negligência na avaliação das condições e consequências dos negócios formalizados, não tendo buscado aglutinar as informações necessárias e pertinentes para fundamentar a importante decisão sobre a transferência do

¹⁷⁵ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 353-354.

controle da Cirio Holding para a empresa controladora da Bombril. O diretor Marcelo Trindade justifica a condenação dos administradores nos seguintes termos:

a apenação dos administradores cabe, a meu juízo, apenas porque não avaliaram com a necessária profundidade e antecedência uma relevantíssima alteração nos negócios da companhia, que importava, inclusive, em mudança radical dos compromissos assumidos com os investidores nacionais que subscreveram o aumento de capital de 1997¹⁷⁶.

Outros dois elementos do “Caso Bombril” relativos à violação do dever de diligência merecem ser destacados. O primeiro ponto diz respeito a uma das linhas de defesa dos administradores acusados, cujo argumento central era de ausência de tipicidade da violação pela excessiva amplitude e generalidade do modelo de conduta imposto pelos deveres fiduciários. Sustentavam, assim, que tais *standards* comportamentais consistiriam em normas de natureza meramente programática. Na apreciação desta preliminar, a Diretora Norma Parente foi categórica ao afirmar que o caráter aberto e maleável do dever de diligência não pressupõe qualquer regulamentação para a sua concreção pelo julgador, *in verbis*:

A lei estabelece que o administrador deve empregar no exercício de suas funções o cuidado que todo homem ativo e probo costuma usar na administração de seus próprios negócios. O texto é bastante claro e dispensa qualquer regulamentação. Assim, não é verdade que o "standard" jurídico não pode ser aplicado enquanto não for regulamentado. Na verdade, o "standard" indica uma conduta abrangente aceita pela sociedade, reconhecido pela lei e independe de qualquer regulamentação. O seu desrespeito, portanto, representa uma ilegalidade. (...) Entretanto, cabe ao julgador verificar se o ato praticado se enquadra no tipo de postura exigido, levando em conta o comportamento do homem mediano. É o que se deverá fazer ao julgar o mérito.

O segundo ponto relevante consiste na definição a respeito de a abstenção do membro do conselho de administração na tomada de decisão ser considerada causa de exclusão de sua responsabilidade ou equivaler a uma omissão por parte do administrador. Neste tópico, o Colegiado apresentou posicionamentos divergentes. O Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, em entendimento minoritário, pontuou que a abstenção não poderia ser equiparada à omissão, pois não teria ocorrido de maneira sistemática e continuada, “mas sim sobre uma deliberação cuja complexidade era

¹⁷⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo 04/99*. Rel. Diretora Norma Parente, julgado em 17.04.2002. Em outro trecho do seu voto, o Diretor Marcelo Trindade pondera que a decisão da administração da Bombril de vender a Cirio Holding para o controlador consistia numa “guinada de 180 graus” na condução dos negócios sociais, *in verbis*: “Como se viu do voto da Diretora Relatora, no mês de dezembro de 1998 o controlador e a administração da Bombril procederam a uma guinada de 180º nos rumos da companhia "multinacional brasileira". Naquele mês, o Conselho de Administração e a assembléia deliberaram alienar ao controlador, pelo mesmo preço da compra de um ano e meio antes, a controlada Cirio, e com ela todas as companhias por esta última controladas”.

patente a qualquer um, inclusive para pessoas especializadas”¹⁷⁷. No entanto, prevaleceu o entendimento da Relatora, destacando que, em matéria de excepcional importância para a companhia, a abstenção equivaleria à omissão e não elidiria a responsabilidade do membro do conselho. Dessa forma, consolidou-se a tese de que a abstenção injustificada do administrador consiste em negar as obrigações inerentes à função exercida, implicando violação do dever de diligência.

Em síntese, a análise do Caso Bombril demonstra que a aplicação do dever de diligência depende da valoração *in concreto* dos elementos que condicionam e delimitam o *quantum* de esforço exigível do administrador. Em específico, o gestor da companhia deve obter, com base num critério de razoabilidade, as informações necessárias e pertinentes para fundamentar a sua tomada de decisão, adotando uma postura ativa e com uma pitada de desconfiança para poder aferir tanto a plausibilidade das propostas formuladas quanto a veracidade dos dados fornecidos.

2.2.2. Dever de vigiar

O dever de vigiar, em linhas gerais, exige um comportamento ativo do administrador no sentido de desenvolver mecanismos de conformação de boas práticas de gestão no âmbito da companhia, sendo a vigilância uma obrigação inafastável de todo o sujeito diligente que delega uma atividade a outrem¹⁷⁸. Cumpre observar que o padrão de vigilância exigível do administrador não compreende uma tipologia cerrada, uma vez que alberga obrigações capazes de se conformarem a diferentes modelos organizacionais no âmbito da sociedade anônima. Nesse contexto, duas facetas distintas e complementares do dever de vigilância podem hoje ser identificadas, quais sejam: o “dever-sintético” de vigilância e o “dever-procedimental” de vigilância.

Na sua primeira faceta, a vigilância estabelece o dever de o administrador monitorar de modo permanente o andamento dos negócios sociais. Não se exige dos gestores a supervisão minuciosa dos detalhes de todas as operações da companhia, mas o acompanhamento geral das atividades praticadas por seus subordinados e também por

¹⁷⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo 04/99*. Rel. Diretora Norma Parente, julgado em 17.04.2002.

¹⁷⁸ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 53.

seus pares¹⁷⁹. Nas palavras de Bonelli, “il dovere di vigilanza consiste in un controllo di natura sintetica sull’attività’ degli amministratori delegati”¹⁸⁰, ou seja, o comportamento vigilante deve ser exercido de forma sintética e não analítica¹⁸¹.

A segunda faceta da vigilância impõe ao administrador uma obrigação de “constituição de adequadas estruturas de controle”¹⁸². Segundo Otávio Yazbek, a criação de mecanismos de controles internos estaria inserida no núcleo do dever de diligência. A partir do reconhecimento da inviabilidade de um monitoramento total e aprofundado das atividades sociais pelos órgãos da administração, Yazbek defende que a estruturação de controles internos seria um meio adequado para a aferição de irregularidades (e.g. descumprimento da legislação e de regulamentos, adoção de práticas anticoncorrenciais), evitando riscos que potencialmente comprometeriam o curso normal dos negócios da companhia¹⁸³. Nesse sentido, destaca-se a seguinte proposição sobre os sistemas de controle interno disposta no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

Esses sistemas são voltados a monitorar o cumprimento dos processos operacionais e financeiros, assim como os riscos de não conformidade. A eficácia desses controles deve ser revista, no mínimo, anualmente. Os sistemas de controles internos deverão estimular que os órgãos da Administração encarregados de monitorar e fiscalizar adotem atitude preventiva, prospectiva e proativa na minimização e antecipação de riscos¹⁸⁴

Diante da atual convergência internacional de legislações anticorrupção, o protagonismo do dever de vigilância deve acentuar-se com o objetivo de impulsionar a atuação dos administradores para arquitetarem e executarem, com zelo e cuidado, *compliance programs* efetivos e adequados. Percebe-se, a cada dia, que um escândalo de corrupção pode inviabilizar a operação de uma companhia, pois os danos à reputação e os prejuízos econômicos decorrentes desse ilícito penal implicam riscos comprometedores da continuidade da atividade empresarial. Desse modo, está inserido

¹⁷⁹ SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 110.

¹⁸⁰ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 55.

¹⁸¹ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 575.

¹⁸² YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, p. 955.

¹⁸³ YAZBEK, *Op. Cit.*, 2012.

¹⁸⁴ BRASIL. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª ed. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2009, p. 56.

no atual conteúdo do dever de diligência um *quantum* elevado de esforço do administrador para efetivar o monitoramento da regularidade da gestão e do cumprimento da legislação, visando não só à proteção da companhia e dos acionistas, mas também à garantia de todos os *stakeholders* em face dos riscos derivados das práticas de corrupção. Em outros termos, pontua-se que o gestor do patrimônio social poderia ser responsabilizado pela quebra do dever de diligência em razão da não-implementação de mecanismos de *compliance* ou da manifesta inadequação do programa de controles internos adotado. Conforme o artigo 7º, inciso VIII, da Lei Anticorrupção¹⁸⁵, tanto a adoção de estruturas de controle quanto a estruturação efetiva de códigos de ética podem ser fatores para a minoração de eventual multa imposta à companhia. Dessa forma, nota-se que o administrador da companhia deve atuar diligentemente para implementar tais mecanismos a fim de minorar eventuais prejuízos futuros.

Na análise da aplicação do dever de vigilância, o Processo Administrativo Sancionador 19/05 (“Caso *Marketing* Brasil Telecom”) ilustra o entendimento da CVM a respeito da necessidade de os administradores respeitarem os procedimentos de controle interno. Em específico, a Diretora-Presidente e o Diretor Financeiro da Brasil Telecom foram acusados por descumprimento do dever de diligência em razão da inobservância dos procedimentos formais de contratação de agências de publicidade e da aprovação do pagamento de serviços que supostamente não foram efetiva e integralmente prestados, com indícios de que as empresas de publicidade eram veículos para o pagamento de campanhas política.

Nesse contexto, cumpre analisar a linha de defesa adotada pelos acusados a fim de tentar descaracterizar a quebra do dever de diligência, salientando-se duas principais inconsistências nos argumentos apresentados. A defesa dos diretores tentou estabelecer uma correlação entre o cumprimento dos deveres fiduciários e os “resultados financeiros, operacionais e estratégicos” da companhia, sustentando que o êxito da gestão impediria que se avaliasse a regularidade da conduta dos administradores. Em acréscimo, alegou-se também que a violação do dever de diligência exigiria a demonstração de má-fé por parte dos administradores. Desse modo, é possível perceber

¹⁸⁵ BRASIL. Lei 12.846. Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica;

dois equívocos por parte da defesa, pois considera que a diligência poderia ser avaliada pelo êxito econômico do empreendimento e dependeria da comprovação de má-fé na atuação dos administradores.

No que tange a *ratio decidendi* adotada pelo Colegiado, a caracterização da violação ao dever de vigilância operou-se a partir de quatro fundamentos centrais. De início, o Diretor Eliseu Martins ressaltou que não haveria justificativa razoável para adoção de procedimento excepcional. Em seguida, ao examinar os argumentos da defesa, o Relator posicionou-se firmemente no sentido de que não estava avaliando a gestão da companhia como um todo, mas se limitava tão-somente a analisar a conduta dos acusados no que concerne à contratação de serviços e aos respectivos pagamentos. Como terceiro fundamento, o órgão julgador considerou que, mesmo não tendo causado prejuízos financeiros à sociedade, a desconsideração pelos diretores das práticas de controles internos teria gerado um risco desnecessário para a Brasil Telecom. O então Diretor Otávio Yazbek posicionou-se pela necessidade de observância de um fluxo interno hábil para evitar a exposição da companhia:

Se a contratação daqueles serviços não se apoiou em nenhum fluxo interno comprovado e se, da mesma maneira, ninguém acompanhava o seu cumprimento, ainda assim se efetuando os respectivos pagamentos, as denúncias da própria companhia parecem ser fundadas. Aquelas contratações e pagamentos teriam, assim, sido feitas sem a observância do dever de diligência por estarem à margem de qualquer fluxo negocial verificável, de modo a, inclusive, permitir a desnecessária exposição da companhia¹⁸⁶.

A quarta circunstância indicativa do descumprimento do dever de vigilância considerada pela CVM, nesse caso, foi a aprovação da realização dos pagamentos às agências de publicidade antes mesmo de os serviços terem sido prestados, revelando um comportamento não usual em comparação com as práticas de gestão da companhia. Nesse sentido, o Colegiado atentou para o fato de que os administradores ordenavam o pagamento “quase que imediatamente após o recebimento das faturas”, demonstrando, no mínimo, negligência no monitoramento das atividades sociais. No voto do Relator, é interessante atentar para a conjugação das duas facetas do dever de vigilância, uma vez que a não observância das estruturas de controle existentes implicaria na elevação do grau de diligência exigível do administrador na condução e no monitoramento dos negócios da companhia, *in verbis*:

¹⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 19/05*. Rel. Dir. Eliseu Martins, julgado em 15.12.2009.

O dever de diligência impõe aos administradores o emprego de cuidado e atenção no exercício de suas funções. Ao aprovar a realização de pagamentos, não é absurdo exigir do administrador que verifique se os serviços pagos foram efetivamente prestados, ainda mais se considerarmos que a contratação desses serviços não seguiu os controles usuais da Companhia, o que a deixava em situação mais frágil que o usual. Como já se destacou, a ausência da observância do correto procedimento de contratação de tais serviços exigia do administrador cautela redobrada no momento em que fosse autorizar o pagamento dos valores contratados, o que não ocorreu no presente caso.

Em síntese, o dever de vigilância traça comportamentos que refletem importante representação do conteúdo do *standard* de diligência do administrador, impondo a estruturação de mecanismos de controles internos a fim de se monitorar a regularidade das atividades sociais. Nessa linha, o exercício do monitoramento pelo gestor deve ser qualitativamente sintético e procedimentalmente amplo, protegendo, portanto, a companhia de riscos operacionais.

2.2.3. Dever de investigar

O dever de investigar consiste numa acentuação do comportamento de vigilância do administrador ao identificar uma situação de potencial anormalidade no curso dos negócios da companhia. Sampaio Campos considera que a postura investigativa do administrador diligente impõe-se quando da existência da materialidade de indícios que potencialmente acarretariam em danos à companhia¹⁸⁷. Nesse sentido, o dever de investigar representaria uma verticalização do monitoramento¹⁸⁸, exigindo um grau de esforço e cuidado mais elevado na apreciação criteriosa dos assuntos sociais pelo gestor.

Os indícios de materialidade de possíveis prejuízos à companhia são classificados na doutrina societária norte-americana como *red flags*, isto é, elementos fáticos que emitiriam sinais de alerta aos administradores sobre potenciais problemas de repercussão negativa no curso dos negócios da sociedade¹⁸⁹. Na sua esfera de

¹⁸⁷ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1109.

¹⁸⁸ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 52.

¹⁸⁹ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 355.

competência, o administrador deve pautar a sua conduta a fim de “prevenir, eliminar ou reduzir atos prejudiciais e consequências danosas”¹⁹⁰.

Quando um órgão de administração consegue identificar sinais de alerta num ato específico de um *stakeholder*¹⁹¹, deve empregar os esforços necessários para “metrificar” a confiabilidade, a adequação e a correção das informações recebidas. A manifestação da diligência pressupõe a revisão cuidadosa das informações que circundam o ato prejudicial. Em específico, o administrador deve analisar criticamente os relatórios financeiros e os demais documentos relevantes para os negócios sociais, estando ciente e consciente da relevância de solucionar os *assuntos com sinais de alerta* em favor da companhia.

O dever de intervir surge como importante corolário do dever de investigar ao estabelecer um padrão de conduta positivo do administrador para tentar mitigar ou eliminar os danos à companhia decorrentes de um ato prejudicial. Nas palavras de Bonelli, “un obbligo d’intervento, un obbligo cioè di fare quanto è loro possibile per impedirne il compimento o eliminare o attenuarne le conseguenze dannose”¹⁹². Portanto, a diligência manifestar-se-ia pelo emprego dos esforços possíveis do *fiduciário* para interferir no curso da ação e, assim, evitar prejuízos à sociedade.

Em acréscimo, pontua-se que o dever de intervir pode surgir independentemente de uma postura investigativa do administrador. Na hipótese de um membro de um órgão de administração descobrir de modo fortuito a atitude imprópria de um gerente da companhia, o administrador tem o dever de intervir com efetividade para conter o ato prejudicial e de, posteriormente, conduzir uma investigação mais aprofundada sobre o assunto.

No âmbito da CVM, o Processo Administrativo Sancionador 08/05 (“Caso Braskem”) delimita o significado do dever de investigar dos administradores no particular contexto de uma operação societária de incorporação de controlada. Em

¹⁹⁰ RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 229.

¹⁹¹ A postura investigativa do administrador deve compreender não só a apreciação crítica da atuação dos seus subordinados e dos seus pares, mas também a tentativa de se aferir a regularidade de outros sujeitos que tenham interesse na companhia. Em específico, é possível imaginar situações nas quais um ato com consequências danosas para a companhia é provocado por um prestador de serviço, representando os “interesses” da sociedade.

¹⁹² BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 51.

específico, os acionistas minoritários da Trikem encaminharam reclamações à CVM a fim de questionar o processo de incorporação da companhia à Braskem, empresa controladora da Trikem. A análise da comissão de inquérito administrativo aferiu que o laudo de avaliação que fundamentou a proposta e a respectiva aprovação da incorporação não estavam de acordo com as exigências legais dispostas no artigo 264 da Lei das S.A., apresentando as seguintes falhas na *valuation*: “(i) o laudo contemplou somente estoques e imobilizado, silenciando a respeito das demais rubricas contábeis; (ii) o laudo não avaliou os ativos intangíveis da empresa; e (iii) o laudo não avaliou corretamente os créditos fiscais de Braskem e Triken”¹⁹³. Assim, alguns administradores da Trikem – diretores e membros do conselho de administração – foram acusados de quebra do dever de diligência pela ausência de uma conduta ativa e investigativa a respeito dos critérios de avaliação do preço da incorporação, resultando em danos aos acionistas minoritários da companhia.

Na fundamentação do voto condutor do Diretor Eli Loria, a manifestação investigativa do dever de diligência é caracterizada pela máxima do “confiar desconfiando”. O administrador não pode dispensar a investigação a respeito da veracidade da informação prestada por um terceiro – mesmo que sejam *experts* –, devendo buscar todos os dados necessários para a adequada gestão dos negócios sociais. Salienta-se que o *standard* de diligência atinge grau mais elevado quando da deliberação de assuntos de enorme repercussão para a companhia, como é o caso de uma operação de incorporação. Ao apreciar as particularidades do caso, o Colegiado considerou inadmissível a não investigação pelos administradores das notórias falhas no laudo de avaliação, *in verbis*:

O dever de cuidado exige a desconfiança, inclusive de laudos técnicos e periciais, desde que fundamentada, e nada mais natural que o administrador exija esclarecimentos e eventuais revisões de um trabalho contratado quando este apresenta flagrantes omissões. Por fim, destaco que, diante da grande relevância da operação, o impacto que uma decisão mal informada poderia causar não só os acionistas da TRIKEM, mas ao mercado em geral, justificasse o devido cumprimento do dever de se informar e de investigar por parte dos administradores. Assim, no meu entender, fica caracterizada a não informação adequada dos administradores acerca das informações disponibilizadas e a não investigação diante das patentes omissões e, portanto, julgo que os administradores e conselheiros fiscais falharam em seu

¹⁹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 08/05*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.12.2007.

dever de diligência na medida em que aprovaram laudo em desconformidade com o preceituado no art. 264 da lei societária¹⁹⁴.

Em síntese, o cumprimento de um padrão de conduta investigativo e, eventualmente, interventivo depende de uma postura criteriosa e prospectiva por parte do administrador a fim de que possa investigar e também conter atos potencialmente danosos à companhia. A violação do dever de investigar verificar-se-á diante de uma situação concreta, estando o grau de esforço e cuidado exigível diretamente vinculado à relevância da decisão para os interesses da sociedade e de seus acionistas.

Em última análise, observa-se que as representações do dever de diligência não podem se tornar tipologias estanques – verdadeiras “camisas de força” – incapazes de corresponder à evolução das práticas de mercado¹⁹⁵, uma vez que a concretização de tais referenciais de conduta exige suficiente maleabilidade a fim de que o padrão normativo adapte-se tanto às estruturas da companhia quanto às particularidades da relação jurídica existente. Dessa forma, os casos da CVM analisados demonstram que o “dever de se informar”, o “dever de vigiar” e o “dever de intervir” não incidem de modo isolado ou alternativo, mas atuam de maneira convergente e justaposta a fim de delimitar o *quantum* de esforço e cuidado é exigível do administrador *in concreto*.

2.3. A GRADATIVIDADE DO DEVER DE DILIGÊNCIA

A aplicação do dever de diligência não se opera de modo mecânico e invariável, pois a delimitação da extensão do grau de zelo e cuidado imposto ao administrador está condicionada ao entrelaçamento do padrão abstrato do dispositivo com as circunstâncias constitutivas da relação fiduciária. Na apreciação da regularidade do comportamento do *fiduciário*, cabe ao intérprete valorar todas as particularidades do caso, como, por exemplo, o tipo e a estrutura da sociedade e a relevância da decisão do órgão de administração para os interesses da companhia, qualificando *in concreto* o modelo de

¹⁹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 08/05*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.12.2007.

¹⁹⁵ Para um apontamento crítico a respeito dos possíveis riscos de “rigidez e congelamento” das representações do dever de diligência, vide: YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012, pp. 954-956.

conduta diligente¹⁹⁶. Conforme observa Bonelli, a gradatividade na aplicação do dever não significa que existam distintos “tipos” de diligência, mas traduz o reconhecimento de que há diferentes maneiras de concretizar o critério da diligência em razão de sua maleabilidade¹⁹⁷. Considerando a diligência como medida de regularidade vinculada a uma atividade, a presente seção analisará modos de concretização deste *standard* em conformidade com a relação fiduciária em concreto¹⁹⁸, pontuando-se que a caracterização normativa do dever de diligência não se opera em abstrato.

2.3.1. A aplicação do dever de diligência e o Conselho de Administração

A delimitação normativa do dever de diligência está vinculada à análise das competências e funções atribuídas ao administrador da companhia. Fábio Konder Comparato apresenta dois significados de “competência”, que devem ser harmonizados a fim de auxiliar na apreciação da atuação do conselho de administração como órgão colegiado e também da conduta dos respectivos conselheiros como gestores do patrimônio social. Em sua acepção original, *competentia* refere-se a uma noção de proporção ou justa medida; já o verbo *competere* expressa o sentido “de corresponder a, ou ser próprio de alguém ou de alguma coisa”¹⁹⁹, traduzindo o significado moderno de poder para o exercício de funções e prerrogativas. Conjugando as duas acepções, Comparato sustenta que “a distribuição dos poderes e funções, num corpo social qualquer, dá as proporções ou medidas de sua estrutura ou composição interna”²⁰⁰.

¹⁹⁶ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 50. Vide também: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

¹⁹⁷ BONELLI, *Op. Cit.*, 1992, p. 52.

¹⁹⁸ Marcelo von Adamek é explícito ao afirmar que “essa diligência não é uniforme ou geral, mas, pelo contrário, deve ser avaliada, de caso em caso” (ADAMEK, *Op. Cit.*, 2009, p. 125). Numa visão bastante “garantista” em favor do administrador da companhia, Luiz Antonio Sampaio Campos defende a aplicação dos deveres fiduciários à luz das estruturas da companhia e também das possibilidades efetivas da gestão, *in verbis*: “é de capital importância que a aplicação dos dispositivos referentes a deveres e responsabilidades dos administradores não se dê mecanicamente, sem interpretação razoável, à luz das estruturas, modalidades e atividades dos órgãos da administração e, mais ainda, do mundo real, para se evitar os excessos utópicos a que se refere a exposição de motivos [da Lei das S.A.]” (In: “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1094).

¹⁹⁹ COMPARATO, Fábio Konder. “Competência Privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta: ineficácia de cláusula de contrato social da *holding*, ou de eventual acordo de acionistas para a matéria”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981, pp. 92-93

²⁰⁰ COMPARATO, *Op. Cit.*, 1981, p. 93.

Como cânone de avaliação do exercício dos poderes e funções do administrador²⁰¹, a aplicação da diligência pressupõe a aferição do modo como essas competências são distribuídas na administração da companhia.

A partir da leitura do artigo 142 da Lei das S.A., é possível distinguir as competências privativas do conselho de administração em dois gêneros de prerrogativas. No âmbito estratégico-negocial, compete ao conselho de administração fixar as diretrizes negociais a partir da estruturação de um plano de atuação da companhia de médio e longo prazo, atuando prospectiva e diligentemente para a realização do objeto social de modo lucrativo²⁰². A tal órgão colegiado incumbe não apenas designar os diretores que assumem a administração diária da companhia, mas também cancelar a atuação desses gestores, considerando-se que o conselho de administração tem o poder discricionário e irrecorrível de destituir qualquer diretor²⁰³. No âmbito do controle financeiro-operacional, as funções a serem exercidas pelo conselho de administração revelam dois importantes objetivos do órgão, quais sejam: garantir a transparência da divulgação dos dados financeiros da sociedade e efetivar com lisura os procedimentos e operações de impacto econômico significativo para a companhia. Nesse sentido, o exercício das atribuições de fiscalização do conselho de administração beneficia não apenas a companhia, mas também os *stakeholders* em geral, uma vez que os balanços e as demonstrações revelam no presente o histórico financeiro da gestão dos administradores, e a regularidade dos procedimentos futuros sinaliza, com antecipação, aos interessados as rotas que serão empreendidas pela sociedade. Nesse contexto, atuar de modo diligente abarca todas as atribuições do conselho de administração, tendo o dever de diligência caráter integrativo em vista da execução satisfatória das funções atribuídas ao referido órgão.

²⁰¹ Cabe repetir a conceituação do dever de diligência delineada por Antonio Menezes Cordeiro: “*quantum* de esforço normativamente exigível, aos administradores, no cumprimento dos seus deveres” (MENEZES CORDEIRO, Antônio. *Manual de direito das sociedades*. Das Sociedades em especial. 2ª ed. v. 1, n. 298, p. 810).

²⁰² EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 290.

²⁰³ Sérgio Lazzarini pontua a grande relevância dos conselhos de administração nas corporações modernas a partir do reconhecimento de seu duplice-papel de ratificação e monitoramento da gestão, *in verbis*: “É nesse fórum que as principais estratégias das empresas são aprovadas e os resultados obtidos pela gestão são analisados e julgados. Em tese, se o corpo gerencial na empresa não está executando um bom trabalho, é papel do conselho clamar por mudanças de estratégia e, no limite, trocar os executivos” (In: *Capitalismo de laços – os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 102).

No que tange à estruturação do poder na companhia, o conselho de administração consiste no órgão no qual se manifesta o exercício do poder de controle, atuando como um fórum intermediário entre a diretoria e a assembleia-geral²⁰⁴. No movimento da diretoria em direção à assembleia, o conselho deve atuar diligentemente para filtrar e pincelar quais as pautas trazidas pelos diretores que merecem ser apreciadas pelos acionistas, podendo convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente²⁰⁵. No movimento que se inicia na assembleia, o conselho de administração representa a esfera de consolidação do poder de controle, uma vez que a presença do acionista controlador em tal órgão efetivará a eleição dos responsáveis pela gestão diária da companhia e também o direcionamento das atividades sociais²⁰⁶. Nesse contexto, a Lei das S.A. estabelece possíveis instrumentos de acesso ao conselho de administração para os minoritários e para os preferencialistas, garantindo-se a representatividade desses acionistas nas deliberações de tal órgão administrativo como uma “peça fundamental do mecanismo da companhia”²⁰⁷.

Quanto às suas características básicas, Adamek conceitua o conselho de administração a partir das seguintes classificações²⁰⁸: é órgão plural, simultâneo e colegial, de funcionamento permanente e competência interna, sendo facultativo ou obrigatório conforme a subespécie de sociedade²⁰⁹. No que tange à interação entre o conselho e o dever de diligência, importa delimitar o significado dos termos “simultâneo”, “colegial” e “interno”. A *simultaneidade* significa que os poderes e deveres dos membros do conselho de administração incidem de modo igualitário²¹⁰, ou

²⁰⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, p. 130.

²⁰⁵ Lei 6.404/1976, Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...) IV. convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132.

²⁰⁶ Lei 6.404/1976, Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

²⁰⁷ COMPARATO, Fábio Konder. “Competência Privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta: ineficácia de cláusula de contrato social da *holding*, ou de eventual acordo de acionistas para a matéria”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 109.

²⁰⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 13-15.

²⁰⁹ O conselho de administração não é obrigatório para todas as companhias, senão para as sociedades de capital aberto, de economia mista e de capital variável e para aquelas que assim os estatutos sociais prevejam.

²¹⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 13.

seja, todas as atribuições do colegiado devem, em regra, ser exercidas pelos seus membros de maneira indiscriminada. A noção de *colegiado* traduz a atuação em conjunto do órgão deliberativo, não tendo a Lei das S.A. reservado qualquer competência individual aos membros do conselho. O caráter *interno* delimita o âmbito de atuação do conselho de administração, o qual não exerce qualquer poder de representação da sociedade perante terceiros.

A partir do delineamento da estrutura e da natureza do conselho de administração, cabe aferir a concretização do padrão normativo da diligência exigida dos seus membros, analisando o modo como a jurisprudência, na apreciação das particularidades do caso, tem relativizado certas características básicas do referido órgão ao admitir a atuação individual do conselheiro em determinadas situações.

No âmbito da CVM, o Processo Administrativo Sancionador RJ 2007/4476 (Caso “Felícia Bellows”) diz respeito à apreciação da legitimidade da atuação isolada de membro do conselho de administração junto a terceiros a fim de externar ilegalidades e violações que teriam ocorrido dentro da companhia. Nesse caso, o conselho de administração da CFLCL S/A deliberou, por maioria, a contratação de certas operações de crédito; no entanto, um dos membros do conselho de administração, Felícia Bellows, encaminhou e-mail às instituições financeiras, informando que a deliberação do colegiado violara tanto o quórum qualificado exigido, quanto disposição de acordo de acionistas. Em seguida, a controladora encaminhou denúncia à Superintendência de Relações com Empresas, que apontou a violação dos artigos 153 e 154 da Lei das S.A. em razão de Felícia ter extrapolado as suas atribuições e desrespeitado o caráter interno do conselho de administração.

Na apreciação da acusação, o Colegiado da CVM acordou, por maioria, pela absolvição de Felícia Bellows e, por unanimidade, pelo afastamento da violação do dever de diligência. *De plano*, o Diretor Eli Loria avaliou que a conduta da conselheira não caracterizava quebra do dever de diligência, mas justamente um excesso de diligência “na ânsia de defesa dos interesses da companhia, de forma excessiva e desproporcional, exacerbando o seu poder-dever como conselheira”²¹¹. No entanto, o referido Diretor, em posicionamento minoritário, pontuou que o caráter interno do

²¹¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ – 2007/4476*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.08.2008.

conselho de administração deve ser respeitado no sentido de não se admitir a atuação isolada do conselheiro junto a terceiros, aplicando uma pena de advertência à conselheira Felícia Bellows por violação ao artigo 154, *caput*, da Lei das S.A. De maneira diversa, a posição majoritária do Colegiado entendeu pela absolvição da conselheira ao considerar que a extrapolação das suas atribuições operou-se em vista da realização do interesse social. Nessa linha, o Diretor Marcos Barbosa Pinto avaliou que a conduta da administradora, embora não correspondesse às suas funções, era legítima, pois visava a obstruir uma deliberação ilegal do conselho de administração. Em síntese, percebe-se que o posicionamento majoritário da CVM atenua os significados da competência e do modo de funcionamento do conselho de administração ao ponderar como justificável a exacerbação dos poderes individuais do conselheiro desde que atue diligentemente e para a realização do interesse social.

Na esfera judicial, o STJ proferiu decisão garantindo ao membro do conselho de administração, independentemente da posição do órgão colegiado, o poder de requisitar individualmente o acesso às informações sobre os atos de gestão da companhia. Nessa linha, a Ministra Nancy Andrighi ressaltou que o exercício diligente das funções de fiscalização pelo membro do conselho depende de uma estrutura ágil e flexível, admitindo a sua atuação isolada nos seguintes termos:

No tocante ao art. 142 da Lei das S/As, verifica-se que o exercício individual das atribuições conferidas ao conselho de administração é decorrência lógica das funções de fiscalização inerentes ao órgão do qual fazem parte os seus membros. Por certo, não se pode conceber a restrição aventada pelo recorrente sob pena de redução da capacidade do próprio conselho em fiscalizar os atos da diretoria. (...) Impõe-se então, o reconhecimento de que o exercício da fiscalização outorgada ao conselho de administração somente se dará a contento se os seus componentes tiverem condições de, agindo individualmente, fiscalizarem os atos da diretoria para, na presença de indícios de possível ilegalidade ou ato contrário aos interesses da sociedade, alçar à debate a questão perante o colegiado²¹².

Na doutrina, encontram-se posicionamentos convergentes e outros divergentes ao referido entendimento jurisprudencial. Na linha do posicionamento explicitado acima, Salles de Toledo considera que a atribuição de fiscalização disposta no artigo 142, inciso III, estende-se ao integrante do conselho de administração, sustentando que o “poder individual de diligência” é necessário para a própria atuação do administrador

²¹² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. *Recurso Especial 512.418-SP*. Rel. Min. Nancy Andrighi, julgado em 07.12.2004, DJ de 01.02.2005.

em tal órgão colegiado²¹³. De maneira oposta, Eizerik argumenta que “qualquer solicitação para que os diretores prestem informações dever ser formulada após deliberação do conselho, não cabendo a formulação de tal exigência por parte de seus membros isoladamente”²¹⁴, inexistindo relação hierárquica entre diretor e conselheiro, mas tão-somente entre diretor e conselho de administração. Desse modo, a divergência doutrinária revela uma tensão entre a rigidez na estruturação das atribuições do conselho de administração e a maleabilidade no modo de concretização dessas funções por seus integrantes.

No que se refere à relação entre o dever de diligência e o caráter *simultâneo* do conselho de administração, parte da doutrina sustenta a necessidade de valoração da formação específica de cada integrante do órgão quando da apuração de irregularidade na gestão dos negócios sociais. Modulado por um critério subjetivo, o grau de diligência dos membros de um mesmo órgão colegiado seria variável conforme o nível de técnica e perícia desses administradores. Nesse sentido, Sampaio Campos sustenta que a apreciação do cumprimento do dever de diligência depende da análise específica sobre a capacidade e perícia individual de cada administrador²¹⁵. Ilustrativamente, o grau de zelo e cuidado exigível do presidente do conselho de administração seria maior do que a diligência requerida de um representante dos empregados no colegiado²¹⁶. Cumpre ressaltar que, no limite, a prevalência de um critério subjetivo poderia legitimar o comportamento negligente de “pseudoadministradores”, isto é, integrantes de

²¹³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 39.

²¹⁴ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 293.

²¹⁵ Sampaio Campos adota posição contundente a favor de uma apreciação subjetiva da quebra do dever de diligência, *in verbis*: “Não tem razão a doutrina que defende uma apreciação objetiva do dever de diligência, sem considerações subjetivas sobre a capacidade ou perícia de cada administrador individualmente, para efeito de precisar a responsabilidade de cada um. A situação específica de cada um dos administradores pode, sim, representar a violação ou não do dever de diligência” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p., 1101).

²¹⁶ BRASIL. Lei 6.404/1976. Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem.

administração que ocupam “posições”, mas não exercem efetiva e diligentemente suas funções²¹⁷.

Uma possível crítica à apreciação subjetiva do dever de diligência fundamenta-se no pressuposto de que a *simultaneidade* refletiria uma igualdade das prerrogativas e dos deveres dos membros do conselho de administração, uma vez que padrões normativos impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia são devidos por todos os administradores²¹⁸. A valoração excessiva de elementos subjetivos do membro do conselho de administração pode implicar a superposição de dois conceitos distintos, quais sejam: a diligência e a perícia²¹⁹. Nesse sentido, o conselheiro diligente, mesmo tendo uma lacuna de conhecimento técnico a respeito da matéria de uma específica deliberação, poderia empregar o máximo de esforços para o alcance de uma decisão ponderada e bem informada, buscando suprir eventual desconhecimento com o auxílio de opiniões consistentes e estudos confiáveis sobre a matéria da ordem do dia. Na lição de Bonelli, a avaliação da diligência do administrador está vinculada a uma atividade e não à sua perícia, delimitando um critério objetivo de apreciação nos seguintes termos:

Insomma, la diligenza dell’amministratore, pur dovendosi valutare in modo obiettivo, con riguardo alla natura dell’attività esercitata e tenendo presente tutte le particolarità di ogni singolo caso, non comprende la “personale” cognizione della svariate tecniche la cui applicazione può essere opportuna per una migliore gestione dell’impresa. L’amministratore non ha, quindi, un obbligo di essere “perito”, ma solo di essere diligente²²⁰.

²¹⁷ Cabe pontuar que, embora não seja a regra geral em todas as grandes companhias brasileiras, existem práticas usuais de composição dos conselhos de administração que dificultam a efetivação de um sistema de governança corporativa transparente em nosso país. Um dos problemas consiste na existência de “conselhos entrelaçados”, isto é, o controlador da sociedade “X” é membro do conselho de administração da companhia “Y”, e vice-versa. Tal mecanismo frequentemente propicia certa complacência ou “não-diligência” em relação à fiscalização da gestão da companhia de seu par. Outro problema recorrente é a eleição de “medalhões” para o *board* na tentativa de a companhia ganhar respaldo e ter influência no cenário político-econômico. Nesse contexto, a opção por um critério subjetivo para a aferição da quebra do dever de diligência poderia afastar ou mitigar a responsabilidade de um “figurão”. Para uma análise detalhada sobre as implicações sobre a utilização de artifícios na composição do conselho de administração, vide: LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços – os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, pp. 100-104.

²¹⁸ COMPARATO, Fábio Konder. “Competência Privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta: ineficácia de cláusula de contrato social da *holding*, ou de eventual acordo de acionistas para a matéria”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 109.

²¹⁹ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 62.

²²⁰ BONELLI, *Op. Cit*, 1992, p. 62.

Em síntese, observa-se que o dever de diligência não incide de maneira uniforme e mecânica quando da apreciação da atuação do conselho de administração e de seus membros. Segundo a jurisprudência analisada, o modelo de conduta diligente do administrador justificaria, em certos casos, a extrapolação de suas atribuições em vista da realização do interesse social. Quanto à *simultaneidade* dos deveres exigidos aos membros do conselho, parte da doutrina tenta acentuar uma valoração subjetiva das capacidades do administrador na apreciação da violação do dever de diligência; contudo, outros autores argumentam que a diligência é o *quantum* de esforço exigível e não o nível de conhecimento detido pelo conselheiro, incidindo de maneira equânime entre os sujeitos pertencentes ao mesmo polo da relação fiduciária existente entre companhia e conselho de administração.

2.3.2. Dever de diligência e a estrutura da companhia

O dever de diligência não incide de maneira uniforme em relação a todas as espécies de sociedade anônima. A estrutura organizacional e as atividades exercidas pela companhia são elementos caracterizadores da relação fiduciária, podendo resultar num maior ou menor grau de esforço e cuidado exigível do administrador conforme a complexidade das operações e características da sociedade *fiduciante*. Nesse sentido, o presente item do trabalho visa a demonstrar a maneira como a realidade operacional e financeira da sociedade interfere na caracterização normativa do dever de diligência, analisando-se as peculiaridades, o contraditório e a fundamentação do Processo Administrativo Sancionador 18/08 (Caso “Sadia”)²²¹ a fim de destacar quais foram os elementos preponderantes no preenchimento do conteúdo normativo do artigo 153 da Lei das S.A.

²²¹ É possível classificar o Caso Sadia como uma das mais importantes decisões da CVM sobre o dever de diligência, pois – muito além do impacto econômico que comprometeu severamente as atividades da companhia e motivou a formação da “gigante-nacional” chamado Brasil Foods – a decisão representa a autonomia e a força normativa do standard da diligência em razão de a condenação dos administradores ser fundamentada na violação do artigo 153, não havendo cumulação do dever de diligência com outros deveres fiduciários arrolados na Lei das S.A. ou com eventual alegação de abuso do poder de controle. Em acréscimo, cabe ressaltar que três notórios ex-presidentes da CVM – Luiz Leonardo Cantidiano, Marcelo Trindade e Nelson Eizerik – atuaram na defesa de alguns acusados, elevando ainda mais o nível do debate (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Alessandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010).

A análise do Caso Sadia parte da concepção de que a aplicação do dever de diligência não se opera no vácuo ou em abstrato, uma vez que a delimitação do comportamento diligente do administrador depende da valoração das particularidades da situação concreta, conforme a observação de Mortimer Feur:

In the last analysis, whether or not a director has discharged his duty, whether or not he has been negligent, depends upon the facts and circumstances of a particular case, the kind of corporation involved, its size and financial resources, the magnitude of the transaction, and the immediacy of the problem presented²²².

Desde a década de 1990, a Sadia adotava uma política financeira pautada em complexas operações de derivativos com grau elevado de risco, tendo sido reconhecida, ironicamente, no mercado como um “banco que vendia salsichas”. O excesso de arrojo financeiro, embora tivesse propiciado enormes ganhos no passado, penalizou a companhia no ano de 2008, com as perdas decorrentes da variação cambial a partir da crise do *subprime*. Dessa forma, a Sadia teve de liquidar antecipadamente determinados contratos de derivativos com cláusulas de alavancagem que ocasionaram prejuízos na ordem de R\$ 760.000.000,00 (setecentos e sessenta milhões de reais) aos cofres da companhia.

A fim de delimitar a violação do dever de diligência pelos administradores da Sadia, o inquérito administrativo do caso abarcou uma análise exaustiva da estrutura da companhia a fim de apontar as falhas nos sistemas de controle. A partir de um detalhado retrospecto do funcionamento da companhia, foram apontadas diversas distorções e inconsistências na governança corporativa que acentuaram a exposição injustificada a riscos operacionais. Em específico, a conclusão do inquérito demonstrou que o descumprimento do dever de diligência pelos administradores relacionava-se a quatro fatores principais, quais sejam: (i) inadequação dos mecanismos de monitoramento da companhia; (ii) não enquadramento da gestão à Política Financeira fixada; (iii) não funcionamento dos Comitês²²³ especialmente constituídos para implementar sistemas de controle de riscos relativos a instrumentos financeiros sofisticados; e (iv) o desconhecimento e a omissão injustificável dos membros do conselho de administração

²²² FEUR, Mortimer, *Personal Liabilities of Corporate Officers and Directors*, p. 17, *apud* BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992,

²²³ BRASIL. Lei 6.404/76. Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.

no que concerne ao acompanhamento dos tipos de operações financeiras que representavam quase 50% (cinquenta por cento) dos ganhos da Sadia no período dos seis anos antecedentes à crise financeira de 2008. Desse modo, a *ratio* da acusação demonstra o seguinte posicionamento da CVM como órgão de investigação: a companhia deve ter ampla discricionariedade para definir a complexidade de seus modelos de investimento e de sua Política Financeira; no entanto, falhas na administração que refletem práticas contrárias à Política Financeira são inadmissíveis, uma vez que os acionistas depositam a confiança no cumprimento diligente e cuidadoso de tal programa.

Na leitura dos argumentos de defesa, é possível identificar uma variação no conteúdo das alegações dos acusados conforme a sua respectiva posição na estrutura da companhia. Em específico, observa-se a existência de uma polaridade entre a estratégia de defesa adotada pelos membros do conselho de administração, de um lado, e os argumentos apresentados pelo então Diretor Financeiro, de outro.

A defesa da maioria dos membros do conselho de administração adotou uma linha argumentativa no sentido de enfatizar a segregação de atribuições e especializações na realidade operacional da Sadia. Pontou-se que o grau de esforço e diligência delimitado no artigo 153 da Lei das S.A. não exigiria desses administradores pleno conhecimento de todos os complexos instrumentos financeiros utilizados pela companhia, nem obrigaria uma postura investigativa pelos integrantes do colegiado quando inexistiam circunstâncias caracterizadoras de “sinais de alerta”. Nesse sentido, percebe-se que o principal intento argumentativo era demonstrar que incumbiria ao Diretor Financeiro a implementação e o cumprimento da Política Financeira. Em acréscimo, a defesa buscou destacar aspectos subjetivos dos acusados para tentar afastar a responsabilidade pela quebra do dever de diligência, indicando a assiduidade desses administradores nas reuniões do conselho, a notoriedade como profissionais renomados no mercado e a presunção de inocência decorrente da sua reputação ilibada.

Quanto às alegações de Walter Fontana, presidente do conselho de administração da Sadia em 2008, destacam-se dois pontos desenvolvidos pela defesa. Em primeiro lugar, sustentou-se que o modo de execução da Política Financeira pela companhia não seria matéria sujeita à apreciação da CVM, uma vez que “o administrador deve gerir a companhia segundo o seu julgamento de conveniência e

oportunidade”²²⁴. Na sequência, a defesa salientou que os resultados passados da companhia seriam uma comprovação do cumprimento do dever de diligência pelo então presidente do conselho de administração, o qual não teria a obrigação de conhecer exaustivamente todos os processos da companhia.

A defesa de Cassio Casseb, outro membro do conselho de administração, trouxe duas considerações adicionais a serem mencionadas, quais sejam: (i) o dever de diligência não imporia ao administrador um grau tão elevado de investigação que motivasse a “desconfiança”²²⁵ quanto à veracidade dos laudos de auditorias externas, cujo conteúdo não indicava irregularidades na Política Financeira da companhia; (ii) os prejuízos sofridos pela Sadia não poderiam ser imputados a uma omissão genérica do acusado caracterizada por não ter acompanhado a execução da Política Financeira da companhia, nem fiscalizado a atuação da Diretoria Financeira.

Com enfoque diverso, a defesa do Diretor Financeiro afirmou que a atuação da companhia, após a constatação do rombo financeiro em 2008, objetivou torná-lo o “bode expiatório” dos prejuízos sofridos. Nesse contexto, sustentou que o mérito das operações de derivativos não poderia ser revisado pela CVM, pois consistia numa decisão negocial sujeita à proteção da *business judgment rule*. Pontuou-se também que havia uma regularidade no monitoramento diário das operações financeiras; no entanto, os sistemas de controle não conseguiram antecipar a dimensão da crise financeira de 2008. Em síntese, a defesa alegou que o administrador responsável pelas finanças da companhia não poderia ser responsabilizado pelos danos decorrentes da eclosão de uma crise internacional.

Na apreciação dos elementos do caso, o Diretor Alexsandro Broedel Lopes estabeleceu que, embora o dever de diligência seja um dispositivo com caráter amplo e aberto, a sua aplicação opera-se em concreto, devendo ser valorada a conduta do administrador diante da estrutura corporativa na qual está inserido. Assim, o voto do Relator delineou a gradatividade da diligência nos seguintes termos:

Não há o que se falar em um comportamento diligente genérico, para todos os casos. Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes. Desse modo, o

²²⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010.

²²⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010.

padrão da diligência (standard) deve ser avaliado nesses termos. A literatura também é pacífica ao afirmar que o dever de diligência deve ser avaliado em relação às atividades nas quais a empresa está de fato envolvida. Ou seja, deve-se avaliar pragmaticamente, em relação ao que existe no mundo dos fatos, se o dever de diligência está ou não sendo cumprido²²⁶.

Na análise da *ratio decidendi* da decisão, cumpre observar que o ponto central para a condenação dos administradores fundamentou-se nas falhas na arquitetura de sistemas de controle, uma vez que os mecanismos estabelecidos na Política Financeira da companhia não foram implementados ou eram inoperantes para o monitoramento dos riscos. Em específico, os administradores deveriam não apenas zelar para que sistemas apropriados estivessem em operação na sociedade, mas também se informar e debater, em reuniões dos órgãos da administração, sobre os possíveis impactos econômicos de operações financeiras tão arrojadas. No que tange ao argumento da *business judgment rule*, o Colegiado da CVM pontuou que não estava a avaliar “o mérito das operações realizadas, nem ao risco adequado ou não para a companhia”, mas tão somente examinava o cumprimento das representações do dever de diligência pelos administradores.

Em consideração à premissa de “*adeguamento del modello astratto della diligenza alla concreta attività del soggetto*”²²⁷, o voto do Diretor Otávio Yazbek destacou que o nível de complexidade dos sistemas da companhia condiciona o grau de esforço e cuidado exigível do administrador, *in verbis*:

Mas esses conselheiros devem, por outro lado, preocupar-se com a adequação dos controles internos, com a capacidade que estes têm de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta. Vale dizer, diligência é, também, zelar pela estruturação dos controles internos, daqueles mecanismos com que se lidará com a complexidade do ambiente em que a companhia atua²²⁸.

Em última análise, a decisão do Caso Sadia revela que o modo incidência do dever de diligência, como medida da licitude da atuação dos administradores, vincula-se diretamente às atividades exercidas e à estrutura organizacional da companhia. Bonelli admite que seja possível a identificação de um *padrão de normalidade* nas variadas

²²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Aleksandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010.

²²⁷ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 49.

²²⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Aleksandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010.

manifestações do dever de diligência; não se pode exigir, contudo, uma *uniformidade* na concreção de tal dispositivo.

2.4. A RELATIVIZAÇÃO DO DEVER DE DILIGÊNCIA

Capaz de arrancar “suspiros de alívio”²²⁹ dos administradores das sociedades anônimas, a *business judgment rule* é um conceito jurídico originariamente desenvolvido na jurisprudência norte-americana a fim de proteger a discricionariedade decisória dos gestores do patrimônio social, derivando uma presunção *iuris tantum* de que as decisões negociais honestas e bem intencionadas não devem ser revisadas retrospectivamente por um terceiro. Nesse contexto, a presente seção deste trabalho apresenta dois objetivos principais. No primeiro item, serão delineados os fundamentos e critérios da *business judgment rule* na experiência societária norte-americana, analisando-se, em seguida, os modos de recepção do conceito no direito brasileiro. Na segunda parte, descrever-se-á a interação normativa entre os significados da *business judgment rule* no ordenamento brasileiro e o dever de diligência.

2.4.1 A *Business Judgment Rule* no direito brasileiro

Como *standard* de revisão que “serve de antídoto contra a responsabilização dos administradores”²³⁰, a *business judgment rule* desenvolveu-se na jurisprudência norte-americana a partir de três principais fundamentos de ordem teleológica. Em primeiro lugar, tal regra visa à proteção da discricionariedade decisória de administradores bem intencionados, garantindo-se que um terceiro não irá futuramente sindicá-lo o mérito da decisão negocial. Nessa linha, opera-se o reconhecimento de que, em regra, a oportunidade e a conveniência do ato de gestão não devem ser apreciadas *ex post* pelo Poder Judiciário²³¹. Constata-se, portanto, que os administradores não são garantes do

²²⁹ Nas palavras de Robert Clark, “In contrast to this worrisome doctrine [of the duty of care], the mere mention of the business judgement rule brings smiles of relief to corporate directors” (In: CLARK, Robert. *Corporate Law*. Aspen Law Publishes, 1986, p. 123).

²³⁰ PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

²³¹ Em defesa da *business judgment rule*, Enriques, Hansmann e Kraakman afirmam que os juízes não detêm as ferramentas necessária para avaliar o alto grau de contextualidade das decisões negociais (In: “The Basic Corporate Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 79).

sucesso da companhia, uma vez que, mesmo atuando com diligência e lealdade, podem cometer erros avaliativos sobre as oportunidades estratégico-negociais. Além disso, há a crença na tradição liberal norte-americana de que a maior punição ao administrador “não-diligente” não decorre de um julgamento oficial, mas advém do próprio mercado²³².

O segundo fundamento da *business judgment rule* centra-se no reconhecimento de que a atividade empresarial envolve necessariamente a assunção de riscos, pois, em muitas situações, as decisões mais arrojadas dos órgãos da administração tendem a ser as mais benéficas aos acionistas em razão da maior expectativa de retorno. Dessa forma, pontua-se que as estratégias de gestão arriscadas podem se provar erradas no futuro; contudo, os prejuízos decorrentes da realização do risco não devem implicar de modo absoluto e automático na caracterização da violação do dever de diligência. Ponderando sobre as limitações de um modelo de gestão “defensivo”, Melvin Eisenberg enfatiza que os administradores não podem ser desencorajados a tomar decisões mais agudas, pois tal receio prejudicaria os próprios acionistas da companhia:

It is often in the interests of shareholders that directors or officers make a more risky rather than a less risky decision, because the expected value of the more risky decision may be greater than the expected value of the less. (...) A rule that imposes liability on a director or officer for unreasonable decisions might therefore have the perverse incentive effect of discouraging bold but desirable decisions²³³.

O terceiro argumento favorável à delimitação de critérios para a exclusão da responsabilidade do administrador refere-se ao fenômeno cognitivo do *hindsight bias*²³⁴, isto é, a tendência de se hipervalorizar *ex post* a probabilidade de ocorrência de um fato danoso após o evento já ter ocorrido²³⁵. Com precisão, David Kershaw observa que, “when we judge past decisions with the knowledge of how things turn out bad, we overestimate (overweight) the likelihood of the actual outcome at the time the decision is made”²³⁶. Em síntese, a *business judgment rule* auxilia na distinção entre decisões

²³² PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

²³³ EISENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate Directors and officers, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 964.

²³⁴ ENRIQUES; HANSMANN; E KRAAKMAN. *Op. Cit.* 2009, p. 79.

²³⁵ No comportamento humano diário, o viés do *hindsight bias* revela-se na recorrente expressão de reprimenda: “era óbvio que isso [o dano] iria acontecer”.

²³⁶ KERSHAW, David. *Corporate Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 345.

efetivamente prejudiciais para a companhia e decisões contingencialmente ruins para a companhia.

A aplicação da *business judgment rule* submete-se a determinados critérios, visando a prevenir a contestabilidade do mérito de decisões negociais tomadas de boa-fé, com o mínimo de informação e sem o intento de causar dano à companhia²³⁷. No precedente *Aronson vs. Lewis*, a Suprema Corte do Estado de Delaware fixou, de modo sintético, os contornos da proteção conferida pela “regra de decisão empresarial” em favor do administrador:

[the business judgment rule] is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on informed basis in good faith and in the honest belief that the action was taken in the best interest of the company²³⁸.

Nesse contexto, Eisenberg divide a *business judgment rule* em quatro partes, sendo as três primeiras consideradas condições precedentes para a aplicação do conceito²³⁹. A um, a decisão negocial deve ter sido realizada, isto é, o comportamento omissivo do administrador só será protegido pela regra na hipótese de este apresentar justificativas para a sua inação. A dois, a *business judgment rule* somente será aplicável nos casos em que o objeto da decisão não implique em qualquer benefício de ordem pessoal ou vantagem financeira para o administrador. Assim, o conteúdo da decisão deve indicar que, embora o gestor tenha errado, agiu de boa-fé e para a realização do interesse social. A três, a incidência da regra depende da constatação de que foi garantido um processo decisório no qual as informações necessárias para a tomada de decisão pudessem ser avaliadas pelos administradores. O quarto elemento do conceito concerne à delimitação do *standard* de revisão a ser empregado na avaliação da conduta do administrador. De um lado, o *critério da racionalidade* exigiria a demonstração de que a atuação do administrador carece de qualquer base racional, sendo um parâmetro bastante favorável ao administrador afeito à assunção de riscos, pois a responsabilidade decorreria de casos excepcionais como, por exemplo, o notório desperdício financeiro em detrimento dos ativos da sociedade anônima. Por outro, o *critério da boa-fé*

²³⁷ ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “The Basic Corporate Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 79p. 79.

²³⁸ ESTADOS UNIDOS. *Aronson vs. Lewis*. 473 a 2d 805 (Del. 1984).

²³⁹ EISENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate Directors and officers, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 959.

subjetiva seria ainda mais benéfico ao administrador, uma vez que se caracterizaria pela intencionalidade do administrador em não promover o interesse social, violando os deveres fiduciários da maneira consciente e voluntária. No caso *In re RJR Nabisco, INC. Shareholders Litigation*, o Chancellor Allen pontuou com veemência que as decisões negociais desinteressadas e de boa-fé estão dentro do escopo de discricionariedade dos administradores a fim de definirem-se os rumos da companhia, afirmando que autorizar as cortes a avaliarem a “razoabilidade” ou ainda a “racionalidade” do mérito da gestão transformaria os juízes em “super-directors”²⁴⁰.

No direito societário brasileiro, parte significativa da doutrina considera que a *business judgment rule* estaria albergada no artigo 159, § 6º, da Lei das S.A., embora existam vozes críticas a essa equivalência entre o modelo norte-americano e a regra brasileira. Nessa linha, cumpre analisar três tipos de posicionamento a respeito da recepção da *business judgment rule* como mecanismo de atenuação de “excessos utópicos” e de garantia de um “porto seguro”²⁴¹ ao administrador, pontuando, ao final, o entendimento da CVM sobre o tema.

Segundo Adamek, a *business judgment rule* não estaria compreendida no texto do artigo 159, § 6º, da Lei das S.A.. No seu entendimento, o juiz, ao reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador pelo fundamento de que este agira de boa-fé e visando ao interesse da companhia, já teria ultrapassado as etapas de verificação da ilicitude e da culpabilidade do agente, intervindo judicialmente no sentido de apenas isentar o gestor do dever de indenizar. Em outras palavras, há a revisão da decisão adotada, mas a responsabilidade é afastada, delineando-se uma “autêntica causa de justificação, na modalidade de *perdão judicial*, perante a qual a lei autoriza o juiz a deixar de condenar o administrador a reparar os danos causados”²⁴².

Adotando uma postura favorável à incorporação – ou ao “transplante automático” – do modelo norte-americano, Alexandre do Couto e Silva define os

²⁴⁰ Caso Nabisco, *in verbis*: “I can understand no legitimate basis whatsoever to impose damages (or enter an injunction) if truly disinterested directors have in fact acted in good faith and with due care on a question that falls within the directors' power to manage the business and affairs of the corporation. To recognize in courts a residual power to review the substance of business decisions for "fairness" or "reasonableness" or "rationality" where those decisions are made by truly disinterested directors in good faith and with appropriate care is to make of courts super-directors”.

²⁴¹ EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 416.

²⁴² ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 267.

requisitos da *business judgment rule* no direito brasileiro fortemente influenciado pelos contornos delineados na tradição societária do Estado de Delaware, *in verbis*:

A *business judgment rule* é um conceito jurídico amplo de que os administradores têm a presunção de boa decisão ou julgamento do negócio, e essas decisões não estão afetadas se tomadas por uma proposta administrativa racional. Presume-se que, em uma tomada de decisão, os administradores atuarão de boa-fé, devidamente informados e no interesse da companhia. Para rebater a presunção, o autor (acionista) assume a responsabilidade de provar que o Conselho de Administração qualquer das tríades dos deveres fiduciários: boa-fé, lealdade e diligência. Contrariamente, a *business judgment rule* protegerá os administradores da decisão tomada²⁴³.

Ao admitir a incorporação do standard de revisão *cum grano salis*, Mariana Pargendler sustenta que o artigo 159, § 6º, da Lei das S.A. normatiza uma *business judgment rule* “tropicalizada”, ou seja, o dispositivo compreenderia um *equivalente funcional* do modelo norte-americano²⁴⁴. A *ratio* de ambas as versões da regra seria a mesma: tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se mostrar prejudiciais ou equivocadas *a posteriori*. No entanto, Pargendler pontua que a técnica jurídica empregada na “regra da decisão empresarial” à brasileira é distinta, pois está positivada no texto legal e confere um amplo espectro ao juiz para decidir excluir ou não o dever de indenizar do administrador²⁴⁵. Em síntese, a presunção em favor do gestor do patrimônio social será afastada caso se demonstre a violação de qualquer dos deveres fiduciários, inclusive o dever de diligência²⁴⁶.

No âmbito da CVM, o Processo Administrativo Sancionador 2005-1443 (Caso “BB – Banco de Investimentos”) representa a decisão administrativa mais notória sobre a aplicação da *business judgment rule* no direito brasileiro. Alguns diretores do Banco do Brasil foram acusados de violação dos artigos 153 e 154, *caput*, da Lei das S.A. diante da alegação de irregularidades em aportes realizados por uma subsidiária de investimentos da instituição financeira. Em específico, conforme plano de investimentos aprovado pelos diretores do Banco do Brasil, o preço-base de cada ação a ser integralizada no segundo aporte financeiro na Pegasus S.A., companhia investida, era mais de quatro vezes superior ao montante integralizado no primeiro investimento.

²⁴³ COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 226.

²⁴⁴ PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

²⁴⁵ PARGENDLER. *Op. Cit*, 2015.

²⁴⁶ De maneira distinta, cabe lembrar regra da seção 102 (b) (7), a qual autoriza a adoção de cláusula estatutária excludente da responsabilidade civil dos administradores por violação ao dever de diligência.

Na apreciação da acusação, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, inspirado nas soluções do direito norte-americano, decidiu pela absolvição de todos os diretores, afirmando que “a revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão”²⁴⁷. Nessa linha, o Relator fixa três critérios para afastar a violação do dever de diligência, quais sejam: da decisão desinteressada, da decisão informada e da decisão refletida. *In casu*, apontou o Relator que não havia qualquer indício de conflito de interesses ou intenção de fraude pelos administradores do Banco do Brasil, além de a deliberação em favor do aporte de capital ter sido discutida e amparada por relatórios técnicos de empresas como McKinsey e JP Morgan. No presente caso, cabe salientar, portanto, que a *business judgment rule* é utilizada para descaracterizar a quebra do dever de diligência e não para excluir a responsabilidade do administrador, considerando que não há qualquer menção ao artigo 159, § 6º, da Lei das S.A. na motivação da decisão.

Na fundamentação do voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio Souza, é interessante observar que os argumentos balizadores da vedação da análise do mérito negocial por um terceiro revelam a mesma ratio da *business judgment rule* norte-americana. Em específico, o Colegiado da CVM acordou nas seguintes razões em favor da *regra da insindicabilidade*: (i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais; (ii) reconhecimento das limitações de informação e tempo para a tomada de decisões; (iii) a revisão *a posteriori* das decisões diminuiria o incentivo para os administradores conduzirem empreendimentos mais arriscados pelo receio da responsabilização pessoal; e (iv) a perda da atratividade do cargo de administrador de companhias abertas.

A partir da análise do Processo Administrativo Sancionador 2005-1443 e dos posicionamentos doutrinários, percebe-se que a *business judgment rule* no direito brasileiro apresenta dois significados bastante distintos. De um lado, a “regra da decisão empresarial” consistiria numa causa de exclusão da responsabilidade do administrador, positivada no artigo 159 §6º, da Lei das S.A., a fim de proteger o administrador que atuou de maneira desinteressada, de boa-fé e visando ao melhor interesse da companhia. Por outro lado, a *business judgment rule* representaria um critério de aferição da licitude

²⁴⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ 2005/1443. Relator Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, julgado em 15.05.2007.

do comportamento do administrador, inserido no artigo 153 da Lei das S.A., a fim de descaracterizar a quebra do dever de diligência. Nessa linha, Adamek aponta que a *business judgment rule* seria um desdobramento do próprio sistema da responsabilidade civil “pela bitola do dever de diligência”²⁴⁸, ou seja, o juízo de ilicitude não se confundiria com uma causa de exclusão da responsabilidade.

2.4.2. A compatibilização entre o dever de diligência e a *business judgment rule*

Na tradição societária norte-americana, percebe-se um antagonismo entre a *business judgment rule* e o *duty of care*. Embora autores como Robert Clark tenham encontrado uma maneira logicamente consistente de compatibilizar tais preceitos normativos²⁴⁹, outras vezes excessivamente convictas qualificaram o dever de diligência como um “moribundo”²⁵⁰. No contexto brasileiro, cabe questionar se a *business judgment rule* à brasileira poderia motivar um laudo a respeito de eventual “estado terminal” do dever de diligência. *De plano*, pontua-se que o alcance normativo do dever de diligência e os significados da “regra de decisão empresarial” também podem ser logicamente compatibilizados no ordenamento brasileiro.

O dever de diligência – como os demais deveres fiduciários – é dispositivo normativo de natureza absolutamente cogente na Lei das S.A.²⁵¹, ou seja, a *business judgment rule* não dispensa o administrador de empregar toda a diligência e o cuidado na gestão dos negócios sociais. Desse modo, a simples violação do dever de diligência pode obrigar o administrador a indenizar a companhia pelos prejuízos sofridos, inexistindo, no ordenamento brasileiro, qualquer preceito que autorize os acionistas a adotarem cláusula estatutária excludente da responsabilidade civil dos administradores por descumprimento do *duty of care*.

O analisado Caso Sadia revela que a violação do dever de diligência *de per se* é suficiente para fundamentar o dever de indenizar por parte do administrador. Nessa

²⁴⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 131.

²⁴⁹ Vide item 2.1.2 *supra* deste trabalho.

²⁵⁰ DENT, George W. The Revolution in Corporate Governance, the Monitoring Board, and the Director’s Duty of Care. *Boston University Law Review*, Boston, vol. 61, n. 2, p. 623-681, Mar. 1981, p. 646, *apud*: PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

²⁵¹ PARGENDLER. *Op. Cit.* 2015.

decisão, vale notar também que o Colegiado da CVM consolidou importante entendimento sobre a distinção entre a proteção da *business judgment rule* e a concretização normativa do dever de diligência. Nesse sentido, o voto do Diretor Alessandro Broedel Lopes explicita que a CVM não tem competência para sindicat o mérito da decisão negocial, nem avaliar *ex post* se os riscos assumidos pela companhia são ou não aceitáveis, mas detém, sim, legitimidade para aferir se a conduta do administrador da companhia está em conformidade com as representações derivadas do artigo 153 da Lei das S.A.. Portanto, a “regra da decisão empresarial” não isenta o administrador de pautar a sua atuação de maneira diligente, cuidadosa e vigilante para com os assuntos da companhia, *in verbis*:

Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado "business judgement rule", pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto. Porém, não se aplica ao presente caso, tendo em vista que: (i) não está em discussão a decisão da Sadia em realizar operações complexas, com derivativos; (ii) não estão em discussão, tampouco, os prejuízos gerados por essas operações. Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia²⁵².

Cumpr e salientar que a *business judgment rule* não tem caráter absoluto e auto-evidente em toda e qualquer estrutura de governança corporativa. Como observa Pargendler²⁵³, o fenômeno do controle concentrado nas companhias brasileiras consiste num fator de atenuação da aplicação da *business judgment rule*. Quando da eleição de todos os administradores da companhia pelo bloco controlador, a imparcialidade dos gestores do patrimônio social não pode ser presumida. Dessa forma, o dever de diligência apresenta-se como instrumento normativo a fim balizar uma atuação diligente desses administradores em favor da realização do interesse social.

Considerando que há duas concepções distintas da “regra da decisão empresarial” no direito brasileiro, cabe delinear os contornos da relação entre o dever de diligência e cada um dos significados da referida regra. Como causa de exclusão da responsabilidade do administrador, a *business judgment rule* opera como fator de

²⁵² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Alessandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010.

²⁵³PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

minoração ou exclusão da indenização, podendo incidir na hipótese de violação do dever de diligência. Nesse sentido, o dispositivo do artigo 159, § 6º, da Lei das S.A. não influenciaria diretamente a configuração do modelo de conduta imposto ao administrador pelo dever de diligência, pois consistiria numa *causa de justificação* a fim de limitar a indenização ou exonerar o administrador de responsabilidade²⁵⁴.

Como critério de aferição da conduta do administrador, a *business judgment rule* refletiria um juízo de ilicitude a fim de delimitar os critérios para o possível afastamento da violação do dever de diligência. Tal entendimento foi manifestado pela CVM no Caso BB – Banco de Investimentos, cuja principal influência, manifestada no voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, foi o *Caso Smith van Gorkom*, o qual definiu uma dúplice função do dever de diligência no direito societário norte-americano²⁵⁵. Desse modo, a *business judgment rule* modularia o conteúdo do dever de diligência, resultando na existência de duas funções num mesmo dispositivo, quais sejam: a diligência como modelo de comportamento genérico, e a *business judgment rule* como um padrão de revisão (*standard of review*) específico para a aferição do *iter* decisório²⁵⁶.

Embora haja nuances de significado na “regra de decisão empresarial” no direito brasileiro, cumpre reconhecer que a finalidade básica do preceito é uma: evitar a sindicância jurisdicional quanto ao mérito da decisão negocial. Nessa linha, pontua-se que o dever de diligência e a *business judgment rule* são conceitos que podem conviver com naturalidade no regramento do direito societário. A fim de não inibir a assunção de riscos inerentes à atividade empresarial, o administrador de uma sociedade anônima deve poder confiar que decisões negociais erradas – porém, honestas e bem intencionadas – não serão objeto de escrutínio posterior por um terceiro. Por outro lado, o mesmo administrador deve submeter a sua atuação a um padrão de conduta diligente e cuidadoso, concretizando uma postura bem informada, vigilante e investigativa na condução dos negócios sociais e de maneira aderente à estrutura da companhia administrada. O “perdão” dos erros do administrador ocorrerá se e somente se puder ser

²⁵⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

²⁵⁵ Para uma análise do caso Van Gorkom, vide item 2.1.2. deste trabalho.

²⁵⁶ Para uma distinção entre um standard comportamental e um padrão de revisão na doutrina brasileira, vide: BARROSO DO NASCIMENTO, João Pedro. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 225-227.

aferido emprego da diligência e do cuidado no curso da gestão e fiscalização dos negócios sociais, como bem sintetiza Bonelli:

L'errore non è rilevante di per sé, ma può essere rilevante quale circostanza chefa presumere la violazione di un obbligo dell'amministratore; il giudice non deve sindacare il merito dell'operazione compiuta dall'amministratore (..), ma solo se l'amministratore abbia agito con diligenza e senza conflitto di interessi²⁵⁷.

²⁵⁷ BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992, p. 69.

CONCLUSÃO

O detalhamento normativo do dever de diligência mostrou-se um *continuum* por meio do qual se conjugam múltiplas características a fim de serem delineados o significado, as manifestações e os modos de incidência do parâmetro de conduta diligente e cuidadoso devido pelo administrador como fiduciário da companhia. Nesta conclusão, serão apontados quais os vetores nucleares do standard da diligência para o preenchimento do conteúdo normativo do artigo 153 da Lei das S.A..

Como dever fiduciário regulado por meio da técnica dos standards, o dever de diligência caracteriza-se pela sua *adaptabilidade*, uma vez que é um padrão de comportamento que se atualiza no tempo e no espaço. O dever de diligência não apenas acompanha o desenvolvimento das práticas empresariais, mas também explicita o nível de confiança depositado pela companhia e seus respectivos acionistas em relação ao grau de esforço e cuidado a ser empregado pelo administrador na condução da gestão dos assuntos sociais.

A fim de se aferir o caráter adaptável do conceito da diligência quando da sua concreção pelo intérprete, o presente trabalho priorizou uma análise vertical de importantes decisões da CVM sobre o tema, considerando-se a jurisprudência administrativa como um importante veículo de atualização e detalhamento na especificação dos sentidos do dever de diligência. A determinação *ex post* do alcance normativo do artigo 153 da Lei das S.A. pelo órgão julgador auxilia na operacionalidade do conceito e também na conformação da própria conduta do administrador, uma vez que oferece maior grau de cognoscibilidade e calculabilidade do comando normativo.

Nessa linha, as decisões da CVM sedimentaram, na via jurisprudencial, as principais representações do dever de diligência formuladas pela doutrina societária brasileira. Em específico, aponta-se que o dever de se informar, o dever de vigiar e o dever de investigar são elementos nucleares para o preenchimento do *standard* da diligência. No entanto, cabe salientar que tais manifestações positivas do comportamento diligente não devem ser interpretadas como categorias estanques a fim

de evitar que eventual rigidez no *standard* torne-o mais regrado do que as próprias regras, conforme alertou Shauer sobre o fenômeno da *rulification of standards*²⁵⁸.

Quanto aos seus contornos obrigacionais, reforça-se que o dever de diligência consiste numa obrigação de meio, cuja violação está associada à total ausência do comportamento exigido. Ao exercer uma atividade que envolve a assunção de riscos, o administrador não pode ser responsabilizado por não ter feito fortuna, mas deve atuar de maneira diligente e cuidadosa para a realização da finalidade lucrativa. No âmbito do contraditório da CVM, o histórico dos lucros da companhia é argumento utilizado de maneira recorrente pelos administradores para tentar afastar a acusação de quebra do dever de diligência; no entanto, pontua-se que a geração de resultados econômicos favoráveis não corresponde a um elemento suficiente para se aferir o cumprimento do referido *standard* comportamental, pois um balanço positivo não é, *de per se*, um demonstrativo do quantum de esforço e cuidado que foi efetivamente empregado pelo gestor da companhia no exercício de suas atribuições. Por ser uma obrigação de meio, registra-se também que o ônus da prova relativo à caracterização da violação do dever de diligência incumbe ao autor da ação de responsabilidade.

Diante da *maleabilidade* inerente ao dever de diligência como *standard* estruturante de uma relação fiduciária, percebe-se que a aplicação desse preceito normativo abstrato e genérico está vinculada à concretude dos elementos constitutivos da relação jurídica subjacente. Assim, é papel do intérprete apreciar os contornos de cada um dos polos da relação fiduciária para delinear a extensão normativa do dever de diligência. No polo fiduciário, aferiu-se o caráter integrativo do dever de diligência na conformação da atuação dos membros do conselho de administração. No polo fiduciante, registrou-se a variabilidade da concreção do *standard* em consonância com a estrutura da companhia, demonstrando que uma realidade operacional complexa demanda esforços proporcionais no monitoramento e na investigação dos assuntos sociais por parte dos administradores.

A análise da maleabilidade deste dever fiduciário suscita questionamentos a respeito da possibilidade de o dever de diligência incidir em graus distintos num mesmo órgão da administração, variando conforme as condições e as capacidades subjetivas do

²⁵⁸ SHAUER, Frederick. "The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards", *Journal of Contemporary Legal Issues*, vol. 14, 2015.

administrador. Nota-se que a defesa de uma critério de aplicação subjetivo do *standard* poderia implicar, no limite, numa legitimação ao comportamento “não-diligente” de figurões no conselho de administração. Neste ponto, a condenação dos membros do conselho de administração no Caso Sadia afirma o entendimento de que todos os integrantes do colegiado, independentemente do grau de perícia e proximidade com os assuntos sociais, são igualmente responsáveis pelo descumprimento do dever de diligência²⁵⁹.

Por fim, para além de sua operacionalidade, o estudo do dever de diligência também revelou aspectos interessantes do *ethos* do direito societário brasileiro. Foi possível notar que a sutil inserção do termo “cuidado” não apenas cristalizou a influência do direito norte-americano, mas também incentivou os intérpretes na busca das soluções estrangeiras para o detalhamento dos significados do padrão de conduta da diligência. As representações do dever de diligência foram fortemente inspiradas em modelos da experiência societária *yankee*, evidenciando que essa permeabilidade atua como fator de ressignificação de institutos jurídicos. No que se refere ao transplante conceito da *business judgment rule*, observou-se também que os fundamentos estrangeiros auxiliaram na efetivação de sua finalidade básica: evitar a sindicância jurisdicional quanto ao mérito da decisão negocial.

²⁵⁹ Destaca-se que a multa total para alguns membros do conselho foi maior em razão de cumulem cargos em comitês da Sadia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A Responsabilidade Civil dos Administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problem and Legal Strategies”. In: *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009.

BONELLI, Franco. *La Responsabilità degli Amministratori di Società per Azioni*. Milão: Dott. A. Giuffè Editore, 1992,

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ – 2007/4476*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.08.2008.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 19/05*. Rel. Dir. Eliseu Martins, julgado em 15.12.2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 08/05*. Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 12.12.2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM – 18/2008*. Rel. Dir. Aleksandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários á Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 138 a 205. 3º Volume. São Paulo: Saraiva, 2009.

CANCELLI, Filippo. “Diligenza” (dir. rom.), *Novissimo Digesto Italiano*, UTET.

CLARK, Robert. *Corporate Law*. Aspen Law Publishes, 1986, p. 125.

CEREZETTI, Sheila. “Administradores Independentes e Independência dos Administradores - Regras societárias fundamentais aos estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coordenador). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011.

COMPARATO, Fabio Konder. “Obrigação de meios, de resultado e de garantia”. In: *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. “Competência Privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta: ineficácia de cláusula de contrato social da *holding*, ou de eventual acordo de acionistas para a matéria”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

DYSON, Richar B. “The Director’s Liability for Negligence”, *Indiana Law Journal*, volume 40, issue 3, Spring 1965,

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. “Contract and Fiduciary Duty”, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 36, n. 01, Part. 2.

EIZERIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EISENBERG, Melvin. The Duty of Care of Corporate Directors and officers, *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, n. 945, 1989, p. 967.

Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Care of Corporate Directors and officers*, 51 *U. Pitt. L. Rev.* 945 (1989),

FERREIRA DA SILVA, Luís Renato. “O Tempo no Direito e o Tempo do Direito – Provocação para uma relação entre direito e literatura a partir de um tema borgiano”. In: MARTINS-COSTA, Judith (coordenadora). *Narração e Normatividade – Ensaio de Direito e Literatura*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2013

HAMILTON, Robert; FREER, Richard. *The Law of Corporations in a nut shell*. Sixth Edition. St. Paul: West Publishing, 2011.

HOPT, Klaus. “Modernização do Direito Societário: Perspectiva Transatlântica”, *Revista de Direito GV*, vol. 7, janeiro-junho de 2008,

KAPLOW, Louis. “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992.

KERSHAW, David. *Corporate Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

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

LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços – os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MARTINS-COSTA, Judith. “Prefácio a SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima”. In: *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.

PARGENDLER, Mariana. “Modes of Gap Filling: good-faith and fiduciary duties reconsidered”, *Tulane Law Review*, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400.

PARGENDLER, Mariana. “Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro”, *Revista Dos Tribunais*, v. 953, março de 2015.

PARGENDLER, Mariana. *A Evolução do Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo 50. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015

SHAUER, Frederick. “The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards”, *Journal of Contemporary Legal Issues*, vol. 14, 2015.

SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Trust e Deveres de Lealdade e Sigilo na Sociedade Anônima Brasileira”. In: *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013

WIEDEMAN, Herbert. “Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas”, in: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coordenador). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. 2. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979

YAZBEK, Otávio. “Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coordenador). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Saraiva, 2012.

ZANINI, Carlos Klein. “A doutrina dos ‘fiduciary duties’ no Direito norte-americano e a tutela dos acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, ano 36, n. 109.

