

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

JOÃO ANTONIO CAETANO GIORNO

**RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES  
ANÔNIMAS ABERTAS  
UM PARALELO COM A BUSINESS JUDGMENT RULE E SEUS LIMITES**

SÃO PAULO

2022

JOÃO ANTONIO CAETANO GIORNO

Trabalho de Graduação  
Interdisciplinar apresentado como  
requisito para obtenção do título de  
Bacharel no Curso de Direito da  
Universidade Presbiteriana  
Mackenzie.

ORIENTADOR: PROF. DR. PEDRO ALVES LAVACCHINI RAMUNNO

São Paulo  
2022

JOÃO ANTONIO CAETANO GIORNO

**RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES  
ANÔNIMAS ABERTAS**  
UM PARALELO COM A BUSINESS JUDGMENT RULE E SEUS LIMITES

Trabalho de Graduação  
Interdisciplinar apresentado como  
requisito para obtenção do título de  
Bacharel no Curso de Direito da  
Universidade Presbiteriana  
Mackenzie.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

---

Examinador: Prof. Dr. Daniel Tavela Luis

---

Examinador: Prof. Dr. Marcelo Godke Veiga

# RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS

## UM PARALELO COM A BUSINESS JUDGMENT RULE E SEUS LIMITES

**João Antonio Caetano Giorno**

**Resumo:** O presente artigo possui foco na análise do instituto da *business judgment rule*, seus conceitos, fundamentos e aplicabilidade tanto no direito norte-americano quanto no brasileiro. Em seguida, analisa-se os julgados mais recentes da Comissão de Valores Mobiliários em que houve defesa dos acusados fundamentada na aplicação da *business judgment rule*, ou a regra da decisão negocial. Por fim, traça-se seu conceito prático no ordenamento jurídico brasileiro.

**Palavras chaves:** Responsabilidade civil – administradores – companhias – *business judgment rule*.

**Abstract:** This article aims to review the business judgment rule at its core as much as its concepts, fundamentals and its usage both in American corporate law and Brazilian corporate. Then, proceeds to analyze the latest precedents from the Brazilian Securities and Exchange Commission in which the business judgment rule or its Brazilian equivalent are mentioned by the defendants. At last, the article ends with the outline of its practical definitive outlines in the Brazilian legal system.

**Keywords:** Civil liability – management – companies – business judgment rule

**Sumário:** 1. Introdução – 2. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas; 2.1. A figura do administrador; 2.2. Deveres do administrador; 2.2.1. Dever de diligência; 2.2.1.1. O conceito de “homem ativo e probo”; 2.2.1.2. 2.2.1.2. A improbabilidade de sanção em face de suposta violação exclusiva do dever de diligência; 2.2.2. Dever de lealdade; 2.2.3. Dever de informar; 2.3. Responsabilidade civil dos administradores; 2.3.1. Natureza jurídica da responsabilidade dos administradores; 2.4. Ações de responsabilidade em face dos administradores – 3. Business Judgment Rule;

3.1. Antecedentes: Robert Coase e Oliver Williamson; 3.2. Construção e conceito: os principais precedentes; 3.3. Conclusões definitivas acerca do conceito de Business Judgment Rule – 4. A recepção da business judgment rule no ordenamento jurídico brasileiro: nasce a regra da decisão negocial; 4.1. Fontes jurídicas da regra da decisão negocial; 4.2. Peculiaridades; 4.3. Precedentes da CVM; 4.3.1. Metodologia; 4.3.2. Temas recorrentes entre diferentes julgados e pontos de interesse; 5. Conclusões finais – 6. Referências bibliográficas.

## 1. Introdução

A Lei 6.404/76 marcou a chegada de uma nova era do direito empresarial no Brasil, trazendo diversas inovações inspiradas pelas legislações de países ao redor do mundo, mais notadamente Alemanha e Estados Unidos, dois dos mais influentes exportadores de institutos jurídicos empresariais no mundo ao longo da história.

Ainda quando em fase de projeto, o texto daquilo que eventualmente se tornaria a Lei das S.A. sofria duras críticas de juristas brasileiros, dentre eles do Professor Modesto Carvalhosa<sup>1</sup>, que criticou especificamente a dinâmica de responsabilização dos administradores de companhias em face dos dispositivos legais debatidos na época pelo Congresso. Para o autor, a assembleia geral de acionistas serviria aos administradores como um escudo para se eximirem de suas responsabilidades enquanto praticassem atos ilícitos e causassem danos ao patrimônio social.

Tal como causaram estranhamento dispositivos na linha do art. 159, § 6º, da Lei 6.404/76, que admite a possibilidade do magistrado eximir o administrador da companhia se convencido de que este agiu exclusivamente de boa-fé e visando o interesse da companhia, o instituto jurídico norte-americano da *business judgment rule* que, como será elaborado adiante, também trouxe inovações de alto calibre sob críticas suscitando fomento à impunidade em decorrência da aplicação do método de análise.

Diante do exposto, serão abordados adiante os aspectos conceituais da responsabilidade civil, em seguida da *business judgment rule* e, por fim, será analisado como foi receptada a noção norte-americana, além de traças paralelos com sua versão importada ao ordenamento jurídico brasileiro, a regra da decisão negocial, que possui algumas características especiais.

---

<sup>1</sup> CARVALHOSA, Modesto. Sociedade anônima só de controladores: Administradores com imunidades. In: A nova Lei das Sociedades Anônimas. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1977.

## 2. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas

O *caput* do artigo 158, da Lei 6.404/76, inaugura o dispositivo estabelecendo o caráter subsidiário da responsabilização do administrador pelos atos praticados no exercício de sua gestão<sup>2</sup>. Isso implica dizer que as obrigações contraídas pela sociedade em virtude de atos praticados pelo administrador não oneram este a responder pessoalmente, via de regra.

À medida que o referido dispositivo se prolonga, todavia, são apresentadas duas condições pouco delineadas pelos incisos I e II, que admitem a possibilidade de responsabilização pessoal do administrador quando este: (I) agir com dolo ou culpa durante o exercício regular de suas atribuições; e (II) violar a legislação ou o estatuto da sociedade.

### 2.1. A figura do administrador

Antes de proceder ao estudo da responsabilidade do administrador de sociedade anônima, importa delinear conceitualmente a figura desse sujeito de direito, para posterior desenvolvimento do estudo do exercício de suas capacidades.

É denominado amplamente “administrador” o sujeito que integrar algum dos órgãos que exercem a administração de sociedade anônima, conforme disciplinado pelo art. 138, da Lei 6.404/76, que estatui os dois órgãos capazes de exercer a administração de uma companhia, no Brasil – a diretoria e o conselho de administração, *in verbis*:

Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

Interessante o sistema adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro quanto à estrutura administrativa das companhias. Afinal, dentre os dois sistemas consolidados mundialmente – (i) o monista, no qual a legislação confere atribuições a apenas um órgão, a diretoria, com uma notável concentração de poder aglutinado no diretor-presidente, e; o dualista, que institui dois órgãos para exercer a administração da companhia, a diretoria e o conselho de administração<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson. **Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta**. Revista de Direito Mercantil e Industrial, Econômico e Financeiro n. 56. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. P. 54-55.

<sup>3</sup> LONGHI, Caio Scheunemann. **Deveres e responsabilidade civil dos administradores de sociedades por ações**. Biblioteca Digital USP. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013, p.22.

- a legislação societária brasileira adotou um sistema misto, em que é plenamente admissível a administração da companhia exclusivamente pela diretoria, em razão de sua existência ser, via de regra, facultativa, ao passo que se faz necessária em alguns casos, em especial para as companhias abertas e as de capital autorizado, vide art. 138, § 2º, da Lei das S.A, e sociedades de economia mista, em atendimento à exigência disposta pelo art. 13, inciso I, da Lei Federal nº 13.303/2016.

## **2.2. Deveres do administrador**

Ora, tem-se que o administrador pode ser responsabilizado em caso de inobservância das obrigações a ele impostas por força da lei, de forma que se faz mister consignar a consonância das condutas do administrador com os deveres impostos pelos arts. 153 a 157, da Lei 6.404/76, que serão abordados a seguir.

### **2.2.1. Dever de diligência**

Trata-se do dever mais amplo e abrangente imposto igualmente pela legislação e pelo estatuto social ao administrador de uma sociedade, incumbindo-o de zelar pelo bem-estar da empresa, munido de discricionariedade suficiente para tomar decisões importantes referentes à direção da sociedade. Não desmotivado, pelo contrário, o presente tópico é intrínseco ao tema deste trabalho, logo, é tão somente natural que sejam realizadas reflexões e desenvolvimentos extensos acerca do tema.

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

A ideia central do dispositivo em epígrafe é incumbir ao administrador o dever de gerir a sociedade de forma regida pelo interesse societário que, aos ditames de José Edwaldo Tavares Borba<sup>5</sup>, compreende “as conveniências de acionistas, empregados e da comunidade”.

Segundo entendimento firmado na doutrina<sup>6</sup> e julgados da CVM, tem-se que o dever de diligência pode ser desmembrado em “pelo menos cinco outros deveres relativamente distintos:

---

<sup>4</sup> BRASIL. **Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em 02 de outubro de 2021.

<sup>5</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2020, v. único, p.431.

<sup>6</sup> PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 124.

dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar”<sup>7</sup>.

Faz-se oportuno, pois, salientar que não é razoável presumir que o dever de diligência previne a companhia de resultados adversos no balanço financeiro, quando o que ocorre é, de fato, o contrário. Para tanto, é preciso sintetizar que tal dever impõe tão somente ao administrador que tome todas as diligências possíveis e cabíveis a fim de tomar decisões com embasamento cognitivo suficiente para considerar determinada providência como possível, desinteressada e provavelmente benéfica à sociedade<sup>8</sup>.

Em suma, estabelece ao administrador da sociedade exercer sua gerência como se fosse seu próprio empreendimento, sendo empregado como parâmetro o estimado que um “homem ativo e probo” costuma empregar.

#### **2.2.1.1. O conceito de “homem ativo e probo”**

O artigo 153, da Lei 6.404/76, ressona um conceito já debatido ao longo dos anos no cenário acadêmico jurídico e da prática forense: o modelo de conduta abstrato imposto pela norma mediante o termo “homem ativo e probo”.

Trata-se de um termo que, à primeira vista, pode parecer análogo ao conceito de homem ativo e probo construído pelo direito civil. Na legislação societária, todavia, os parâmetros estabelecidos pelo legislador não são os mesmos na seara cível, em razão da diferença fundamental entre eles: espera-se de um “bom pai de família” que tome as providências cabíveis a fim de manter seu patrimônio e prover sustento à família, ou seja, que se porte de maneira financeiramente conservadora; do administrador de empresas, por outro lado, é esperado que tome as providências cabíveis para expandir o patrimônio de sua empresa, levando em consideração sempre o risco inerente à atividade empresarial<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> PAS CVM 25/03, Rel. Diretor Eli Loria, julgado em 25.03.2008).

<sup>8</sup> Consonante aos ensinamentos de Clark, se configura a violação ao dever de diligência de forma análoga ao desempenho ruim de um ator que não adotou todas as medidas possíveis e cabíveis naquele momento para memorizar suas falas, por exemplo. Assim, temos que posturas como se ausentar de reuniões, desconhecer preceitos básicos importantes à gerência da companhia, dentre outras mazelas à atividade empresarial protagonizadas pelo administrador aviltam tal dever (cf. CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Cambridge, MA, Estados Unidos da América: Aspen Law & Business.P. 122-141. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod\\_folder/content/0/Corporate%20Law%20-%20Robert%20Charles%20Clark%20-%20Opp.%20123-189.pdf?forcedownload=1](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod_folder/content/0/Corporate%20Law%20-%20Robert%20Charles%20Clark%20-%20Opp.%20123-189.pdf?forcedownload=1). Acesso em 11 de jan. 2022).

<sup>9</sup> “(...) o comportamento do bom pai de família não se ajusta ao do administrador da companhia. O modelo teórico do bom pai de família, proveniente do direito romano, remete a uma pessoa conservadora e avessa a riscos, preocupada mais em preservar o patrimônio do que em aumentá-lo. A estrutura da companhia pressupõe a propensão ao risco empresarial e, muitas vezes, a adoção de posturas criativas e inovadoras”. (cf.



Em apertada síntese, ressaltam Comparato e Salomão<sup>10</sup> que agir com culpa contrapõe-se ao ato de agir com diligência. Assim como temos que o conceito de “culpa” evoluiu ante os dias de hoje, adotando a forma de um princípio jurídico abstrato, de alta volatilidade em função dos aspectos temporais-sociais, de maneira que sua aplicabilidade seja completamente dependente do modelo de conduta abstrata vigente no momento da conduta, este dado por um padrão construído pelo mercado de um administrador “ativo” e “probo”<sup>11</sup>.

### **2.2.1.2. A improbabilidade de sanção em face de suposta violação exclusiva do dever de diligência**

Mostra-se desafiador – em função de sua natureza e as consequentes implicações práticas – categorizar analiticamente uma violação ao dever de diligência cometida pelo administrador de uma sociedade.

Autores norte-americanos salientam a raridade de se deparar com um caso de responsabilização de um administrador por violação do dever de diligência resultado de conduta negligente (BISHOP, *apud* CLARK, 1986)<sup>12</sup>. Isso porque a conduta há de ser grosseiramente negligente na maioria dos casos e, ainda segundo o autor, a tendência observada em casos de suposta violação do dever de diligência é de a corte julgadora somente advertir o administrador a despeito da avilta observada, ou até mesmo formalmente recomendar a criação de setores dedicados ao *compliance*.

Nelson Eizirik<sup>13</sup> faz uma importante ressalva no concernente ao julgamento de supostas infrações ao dever de diligência, realçando a importância de se manter um controle menos

---

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. § 292 – Dever de Diligência *in* **Direito das companhias**. 1ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.101).

<sup>10</sup> COMPARATO, F.K.; FILHO, C.S. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Barueri: Grupo GEN, 2013. 978-85-309-5131-3, p. 347. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/978-85-309-5131-3/>. Acesso em: 10 de fev. 2022.

<sup>11</sup> *Ibid.*, p. 148.

<sup>12</sup> Reforça o autor: “*Cases in which active directors are nevertheless held liable are rarer. In fact, the total number of reported cases in which derivative actions against directors of nonfinancial corporations were actually won on the merits on the basis of simple negligence uncomplicated by any fraud or self-dealing is small*”. (CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Cambridge, MA, Estados Unidos da América: Aspen Law & Business.P. 122-141. Disponível em:

[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod\\_folder/content/0/Corporate%20Law%20-%20Robert%20Charles%20Clark%20-%20Opp.%20123-189.pdf?forcedownload=1](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod_folder/content/0/Corporate%20Law%20-%20Robert%20Charles%20Clark%20-%20Opp.%20123-189.pdf?forcedownload=1). Acesso em 11 de jan. 2022).

<sup>13</sup> “Assim, o conteúdo do dever de buscar informações imposto aos administradores deve ser limitado de modo que as informações exigidas sejam necessárias, razoáveis, pertinentes e não excessivas. O rigor demasiado no julgamento do dever de diligência, seja pelos Tribunais, seja pela Comissão de Valores Mobiliários, pode levar os administradores a uma atitude de paralisia ou de tal cautela que evitem assumir quaisquer riscos, que são da essência da atividade empresarial. Portanto, caso tenham se informado de maneira adequada – não informações exaustivas, mas aquelas que estejam razoavelmente disponíveis, conforme as circunstâncias concretas –, os

rigoroso no julgamento do dever de diligência igualmente nos âmbitos administrativo e judicial, a fim de evitar que os administradores se sintam restringidos demais a ponto de se absterem de assumir riscos em nome da companhia temendo uma possível responsabilização.

Essa questão será novamente abordada adiante, para elaborarmos uma comparação com a realidade jurídica brasileira, a fim de apurar sua observância ou não, mas parece importante considerar a percepção de dificuldade por parte de autores norte-americanos de grande renome em constatar condenações judiciais impostas a um administrador exclusivamente por conta de violação ao dever de diligência, apontando como principal razão a alta dificuldade de classificação de condutas entre diligentes e culposas.

### **2.2.2. Dever de lealdade**

Trata-se da obrigação do administrador de manter reserva a respeito dos negócios da companhia e de não utilização em seu proveito próprio ou de terceiros das oportunidades de negócio de que tenha ciência ou controle em razão da função que empenha na sociedade anônima, tendo previsão legal no art. 155, Lei 6.404/76. Há, ainda, parte da doutrina que sustenta a vinculação do dever de lealdade do administrador para com os acionistas da companhia<sup>14</sup>.

De forma simplificada, pode-se antagonizar a ideia central do dever de lealdade à prática de *insider trading*, isto é, o aproveitamento de informações sigilosas acerca de oportunidades de negócio envolvendo a companhia em favor de si próprio ou de terceiros.

### **2.2.3. Dever de informar**

O administrador, ao firmar o termo de posse deve declarar todos os valores mobiliários de emissão da mesma companhia que passa a administrar, bem como os de outras companhias integrantes do mesmo grupo econômico. Ademais, deve também prestar, em cenários de sociedade anônima aberta, informações à assembleia-geral ordinária nas formas previstas pelo § 1º do artigo 157 do diploma legal em epígrafe, caso solicitado por acionistas que representem ao menos 5% do capital social da companhia.

## **2.3. Responsabilidade civil dos administradores**

---

administradores não poderão ser responsabilizados por infração ao dever de diligência” (cf. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada** – Artigos 138 ao 205. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. III, p. 122).

<sup>14</sup> VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 154.

Primeiramente, cumpre salientar que a responsabilização do administrador da sociedade não se limita tampouco à seara cível, na medida em que são pré-estabelecidas pela legislação vigente as responsabilidades nos âmbitos administrativo e penal em função de suas condutas no exercício de sua função.

O presente estudo, todavia, se limita à abordagem e delimitação da responsabilização dos administradores de sociedade anônima na esfera cível, cabendo aqui desenvolver seu conceito de acordo com a doutrina majoritária para posterior interface com o instituto da *Business Judgment Rule*.

### **2.3.1. Natureza jurídica da responsabilidade dos administradores**

Os incisos I e II, do art. 158, da Lei 6.404/76, estabelecem duas hipóteses de responsabilização dos administradores pelos prejuízos que causarem, quais sejam: (I) agir dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo; e (II) violar lei ou estatuto. A respeito desses dispositivos, em consonância com os ensinamentos de Nelson Eizirik, no tocante à natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores, tem-se que “os atos irregulares de gestão se confundem com os atos praticados com violação da lei ou do estatuto, não havendo, pois, necessidade de dois conceitos jurídicos para a mesma situação” (EIZIRIK, 2011 *apud* BARCELOS, 2015)<sup>15</sup>.

Posto isso, a doutrina majoritária entende ser subjetiva a responsabilidade dos administradores, isto é, sua imputação depende sempre da comprovação de culpa ou dolo, estando em plena compatibilidade com a responsabilidade civil por prejuízos derivados de ilícitos empregada no ordenamento jurídico pelo Código Civil. Paralelamente, sustenta Marlon Tomazette que a partir da violação da lei ou do estatuto em vigor, a existência de culpa é presumida, ocorrendo a inversão do ônus da prova, sendo assim, “admite-se que o administrador comprove que não agiu com dolo ou culpa” (TOMAZETTE, 2019)<sup>16</sup>, de forma que somente será responsabilizado pessoalmente quando causar dano a terceiros no caso de conduta em dissonância com a boa-fé e interesse da sociedade, daí se auferir o valor da apuração dos dados morais do agente.

---

<sup>15</sup> BARCELOS, Brenno Roberto Amorim. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima e exclusão de responsabilidade**. São Paulo: UNESP, p. 11. Disponível em <http://seer.upf.br/index.php/rjd/article/view/5551/3717>. Acesso em 01/10/2021.

<sup>16</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial v. 1 - teoria geral e direito societário**. 11ª edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2019, v.1, p. 600.

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

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

#### **2.4. Ações de responsabilidade em face dos administradores**

O administrador e a sociedade respondem solidariamente aos danos causados a terceiros, ressalvado o direito de eventual ajuizamento de ação regressiva de autoria da companhia contra o administrador, se decorrentes os prejuízos de conduta culposa/dolosa ou mediante violação de lei ou disposição do estatuto da companhia.

Quando os danos causados forem contra a sociedade, todavia, é prevista pelo art. 159, da Lei 6.404/76, a propositura de ação objetivando a responsabilidade civil do administrador pelos danos causados a seu patrimônio<sup>17</sup>. A constatação do interesse de agir, contudo, fica condicionada a deliberação da assembleia-geral, podendo ser tomada em assembleia-geral ordinária, caso previsto na ordem do dia, ou em assembleia-geral extraordinária (vide § 1º do dispositivo em questão).

Após a deliberação a favor do ajuizamento da ação contra o administrador, este será afastado e substituído, incumbindo aos demais administradores a propositura da demanda, denominada ação social *uti universi*, qual seja, aquela proposta pela própria sociedade. Se, após 3 meses após a deliberação, não houver ainda iniciativa visando à promoção da ação, é conferida legitimidade a qualquer acionista interessado a propor a ação em próprio nome, mas em proveito da sociedade (vide § 3º c/c § 5º do dispositivo em epígrafe).

Caso seja deliberado pelo não ajuizamento da ação, ficam legitimados acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social para figurarem no polo ativo da demanda, conforme os ditames do art. 159, § 4º, da Lei 6.404/76, comumente denominada pela doutrina de ação social *uti singuli*.

### **3. Business Judgment Rule**

---

<sup>17</sup> Carvalhosa teceu críticas a respeito dessa condição em sua análise do anteprojeto da Lei 6.404/76 que, à época, havia acabado de ser enviado ao Congresso: “O anteprojeto transforma a assembleia geral num verdadeiro escudo dos administradores contra possíveis ações de responsabilidade civil pelos prejuízos que causarem ao patrimônio social” (cf. CARVALHOSA, Modesto. Sociedade anônima só de controladores: Administradores com imunidades. In: **A nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1977. cap. VII, p. 124-125).

### 3.1. Antecedentes: Robert Coase e Oliver Williamson

Em sua obra “The Nature of the Firm”, de 1937, Ronald H. Coase, notório estudioso britânico das ciências econômicas, propôs uma teoria visando à descrição do processo de criação e desenvolvimento de uma firma, englobando desde sua concepção à distribuição de recursos e estruturação.

Uma das características mais emblemáticas de sua obra é analisar a dinâmica de desenvolvimento de um sistema econômico guiado não exclusivamente pelo mecanismo de preço, mas também levando em conta os custos concretos de coleta de informação, negociação e confecção de contratos. Uma aplicação dessa teoria fica ilustrada, por exemplo, quando se contempla o porquê de uma empresa internalizar atividades que poderiam ser contratadas por custos inferiores no mercado: a resposta se encontra nos altos custos concretos que envolvem a mitigação do risco inerente a relações comerciais<sup>18</sup>, de forma que seja menos custoso, nesse caso, internalizar tais atividades, substituindo a relação de risco pela relação de autoridade decorrente da hierarquia estrutural de uma empresa<sup>19</sup> que, no fim das contas, se mostra menos custosa.

Anos depois, em meados da década de 70, Oliver Williamson, economista norte-americano, passou a desenvolver a Teoria dos Custos de Transação, buscando desenvolver as ideias introduzidas por Coase por meio de uma perspectiva pautada na centralidade das relações entre agentes econômicos para desenvolvimento da economia capitalista<sup>20</sup>.

Williamson apresenta contribuições importantes para as noções introduzidas por Coase, sendo uma das principais a relação entre os supostos comportamentais e seus impactos nos custos de transação. O autor analisa as especificidades de cada transação a partir de uma análise tridimensional: “a frequência, o grau de incerteza subjacente e a especificidade do ativo

---

<sup>18</sup> Segundo os ensinamentos de Coase, a principal razão pela qual se mostra vantajosa a estruturação de uma empresa é o custo inerente à utilização do mecanismo de preços, que envolve transações entre diferentes agentes econômicos no mercado, de forma que sejam necessárias diligências adicionais para garantir o cumprimento do contrato, tornando-o custoso de se instituir e cumprir (cf. COASE, R. H. **The Nature of the Firm**. Londres, Inglaterra: Economica, Vol. 04, 16ª Edição. P. 386-405. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002>. Acesso em 12 de dez. 2021.

<sup>19</sup> COASE, R. H. **The Nature of the Firm**. Londres, Inglaterra: Economica, Vol. 04, 16ª Edição. P. 386-405. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002>. Acesso em 03 de nov. 2021.

<sup>20</sup> SARTO, Victor Hugo Rocha; ALMEIDA, Luciana Togueiro de. **A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS CRÍTICAS EVOLUCIONISTAS**. Revista Iniciativa Econômica: UNESP, Araraquara, v. 2, ed. 1, p. 04-09, 2015. Disponível em: <https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301/5563>. Acesso em: 2 nov. 2021.

envolvido”<sup>21</sup>. Cada um desses elementos determinará a complexidade final da transação e, conseqüentemente, seu custo.

A ideia principal por trás da Business Judgment Rule, a ser explorada no tópico seguinte, sem dúvida possui relação fundamental muito próxima às teorias de Coase e Williamson, na medida em que um administrador de empresa, inserido num sistema econômico movimentado por riscos, tem de tomar iniciativas arriscadas visando ao desenvolvimento da firma. Isso implica dizer que agir no estrito interesse da empresa não afasta possíveis resultados adversos, de forma que o administrador, por mais prudente que seja no desempenho de suas atribuições, pode tomar decisões que afetem negativamente a saúde financeira da instituição.

### **3.2. Construção e conceito: os principais precedentes**

O direito norte-americano é notoriamente conhecido por adotar a sistemática da *common law*, o que significa dizer que as decisões judiciais proferidas dentro da maioria dos entes federativos dos Estados Unidos da América têm como principal fundamentação jurídica a jurisprudência consolidada. Assim, tomando por exemplo uma disputa contratual, tem-se que, mediante a sistemática do direito norte-americano, os preceitos normativos regem genericamente a situação, mas somente a autoridade judicial decide – por meio da individualização da norma jurídica – como tal disposição normativa deve ser seguida no caso concreto, baseando-se primariamente em precedentes judiciais dos mesmos órgãos judiciais ou daqueles hierarquicamente superiores<sup>22</sup>.

É em meio a esse contexto jurídico que se origina o embrião da Business Judgment Rule (“BJR”), cujo período de concepção é majoritariamente tido pela doutrina como meados do século XIX, advindo do emblemático caso *Percy v. Millaudon*, julgado pela Suprema Corte do estado de Louisiana. Neste caso, firmou-se o entendimento por parte da autoridade judicial de que o erro ao qual incorre um administrador que contrai obrigações jurídicas em nome da empresa valendo-se devidamente de suas atribuições não pode acarretar em sua responsabilização, independentemente de resultado adverso conseqüente de seus atos, de forma

---

<sup>21</sup> COMPARATO, F.K.; FILHO, C.S. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Barueri: Grupo GEN, 2013. 978-85-309-5131-3. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/978-85-309-5131-3/>. Acesso em: 10 de fev. 2022.

<sup>22</sup> **Common law** (em inglês). Disponível em <http://legal-dictionary.thefreedictionary.com/Common+law>. Acesso em: 30 de out. 2021.

que seja suficiente a demonstração de que ele agiu de forma prudente para afastar sua eventual responsabilização (PERCY v. MILLAUDON *apud* ARSHT, 1979)<sup>23</sup>.

Em 1968, foi consolidado outro precedente importante para o desenvolvimento da BJR, o caso *Shlensky v. Wrigley*, no qual o administrador de um time de beisebol recusou os clamores de acionistas minoritários que pediam pela instalação de iluminação elétrica no estádio do time, o que permitiria a realização de jogos e eventos noturnos no estádio, e possivelmente aumentando os lucros a serem eventualmente auferidos. Em face à negativa do administrador, um acionista minoritário ajuizou ação requerendo sua responsabilização, levando ao pronunciamento da Corte estadual no sentido de que não seria cabível a responsabilização do administrador por ausência de ilegalidade e conduta fraudulenta ou em benefício próprio do administrador. Concluíram os magistrados, ademais, que apesar de a postura adotada pelo administrador não aparentar ser a mais rentável ao time no curto ou longo prazo, teriam possíveis finalidades pró-comunidade, como evitar a emissão de ruídos e aumento do tráfego de veículos em horários de descanso dos moradores das redondezas. Por fim, decretou expressamente a Corte que julgar a inteligência do administrador quando não há fraude, ilegalidade ou interesse próprio por trás da conduta, vai além de sua jurisdição (*Shlensky v. Wrigley apud* ROSENBERG, 2014).<sup>24</sup>

Diante do exposto acima, tem-se uma noção básica da ideia central da BJR exprimindo-se como uma construção legislativa e jurisprudencial desenvolvida primariamente no âmbito dos tribunais de justiça dos Estados Unidos da América a partir do século XIX, que confere maior autonomia para a tomada de decisões de administradores de empresas partindo do pressuposto de que maximização do lucro depende, dentre outros fatores, da abstenção de intervenção autoritária em decisões negociais realizadas de forma informada, refletida e desinteressada.

Mariana Pargendler<sup>25</sup> elucida uma questão intrínseca à revisão de condutas de administradores de empresas: o viés psicológico chamado de *hindsight bias*, que pode ser

---

<sup>23</sup> ARSHT, S. Samuel. **THE BUSINESS JUDGMENT RULE REVISITED**, Hofstra Law Review: Vol. 8. 1ª Edição. Long Island, NY, Estados Unidos da América: Hofstra University, p. 97. Disponível em: <http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol8/iss1/6>. Acesso em 02 de fev. 2022.

<sup>24</sup> ROSENBERG, David. **How Corporate Political Spending Strains the Limits of the Business Judgment Rule**. Nova Iorque, NY, EUA: Zicklin School of Business, Department of Law, Baruch College, City University of New York, p. 13. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2496947](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2496947). Acesso em 30 de out. 2021.

<sup>25</sup> “Alude-se, aqui, ao viés psicológico originalmente denominado de *hindsight bias*, que conduz à percepção de um evento já ocorrido como sendo mais previsível do que se intuiria antes de sua ocorrência. Esta tendência poderia transfigurar os juízes em verdadeiros “engenheiros de obra feita”, levando-os a responsabilizar os

explicado como uma análise anacrônica de determinada decisão ocorrida no passado e, considerando que seus desdobramentos já são conhecidos, resta o olhar enviesado daquele que aprecia a situação em sua completude. Nesse sentido, implica dizer que, no caso de revisão de uma decisão empresarial, é necessária rigorosa cautela para desvencilhar-se do anacronismo e dissecar a situação para aproximar a compreensão do contexto fático o mais próximo possível da forma como então era na época dos eventos (análise *ex post facto*).

### **3.3. Conclusões definitivas acerca do conceito de Business Judgment Rule**

Superados e desenvolvidos os pontos centrais previamente levantados, ora é possível, para fins de desenvolvimento ulterior do presente trabalho, sintetizar o conceito de Business Judgment Rule como uma construção. A partir de uma análise atenta do cenário *macro*, temos que tal conceito é utilizado para descrever a relação de comensalismo entre administradores de uma sociedade empresarial, seus acionistas e as autoridades administrativas e judiciais, na qual é conferida aos primeiros ampla discricionariedade no âmbito legal para amparar as tomadas de decisões no mundo empresarial e preservar a hierarquia que caracteriza a governança empresarial, discricionariedade essa que é conferida independentemente da natureza favorável ou desfavorável dos resultados à sociedade.

Há, também, outra faceta da BJR de difícil constatação em casos práticos, que abarca a preservação de atos de administradores que, reforçando a ideia de dispensabilidade de resultados positivos à empresa, não beneficiam diretamente a sociedade empresarial, mas que seja auferido algum benefício de tal ato à sociedade civil, afastando do mesmo modo a responsabilização do administrador<sup>26</sup>. Entretanto, em razão da rara constatação no contexto prático norte-americano e inexistência no brasileiro, tal faceta não será mais empregada nas análises ulteriores.

## **4. A recepção da *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro: nasce a regra da decisão negocial**

Posto que as exposições conceituais já foram previamente percorridas de forma suficiente neste artigo, resta agora nos debruçar acerca dos julgados da CVM para compreender

---

administradores por condutas que se mostraram desastrosas, muito embora, à época da deliberação, parecessem razoáveis” (cf. PARGENDLER, Mariana. **RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES E BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO**. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 104, p. 4, 2015. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>. Acesso em: 1 mar. 2022.

<sup>26</sup> ARSHT, S. Samuel. **THE BUSINESS JUDGMENT RULE REVISITED**, Hofstra Law Review: Vol. 8. 1ª Edição. Long Island, NY, Estados Unidos da América: Hofstra University. Disponível em: <http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol8/iss1/6>. Acesso em 02 de fev. 2022.



qual a ideia de *business judgment rule* recepcionada pelos julgadores brasileiros<sup>27</sup> componentes do colegiado e como se dá a dinâmica e os limites de sua aplicação, observadas as peculiaridades do ordenamento jurídico brasileiro. Para tanto, será diferenciada a *business judgment rule* daquela como concebida mediante construção jurisprudencial nas cortes norte-americanas (cujo termo em inglês será mantido) e aquela resultado da importação desse construto aos julgamentos brasileiros, doravante **regra da decisão negocial**.

#### **4.1. Fontes jurídicas da regra da decisão negocial**

Em nosso vasto ordenamento jurídico, talvez a única, mas certamente a mais importante menção ao instituto do direito norte-americano positivada em nossos diplomas legais seria a disposição do art. 159, § 6º, da Lei das S.A., por meio da qual o legislador reconhece a necessidade de proteção do administrador de sociedades anônimas e confere ao interpretador da lei a possibilidade de exonerar-lo de responsabilização outrora iminente.

Alvo de críticas por parte de alguns doutrinadores<sup>28</sup>, todavia reconhecida como um avanço teleologicamente imprescindível para a proteção de administradores de sociedades anônimas contra os riscos intrínsecos à profissão pela doutrina majoritária, o dispositivo em questão é indubitavelmente uma transposição dos padrões de revisão consolidados pela jurisprudência norte-americana que, ao mesmo tempo, introduz algumas peculiaridades interessantes.

Contudo, mister salientar que o disposto no art. 159, § 6º, é a única passagem de introdução ao padrão de revisão da regra de decisões negociais em um diploma normativo brasileiro, de forma que o desenvolvimento e extensão do tema seja responsabilidade da doutrina e da jurisprudência. Assim, passar-se-á à delimitação análise da dinâmica da regra de decisão negocial à luz de julgados da CVM.

#### **4.2. Peculiaridades**

---

<sup>27</sup> O colegiado da CVM é atualmente formado por um Presidente (Marcelo Barbosa) e três Diretores (Alexandre Rangel, Flávia Perlingeiro e Otto Lobo).

<sup>28</sup> Waldírio Bulgarelli, por exemplo, lamentava a introdução do dispositivo em comento por temor de que sua interpretação concedesse um “*bill* de indenidade” aos administradores culposos de sociedades por ações (cf. BULGARRELLI, *apud* SABONGI, Camila Martinelli. **Business judgment rule no direito societário brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais: Direito Societário e Empresarial, [s. l.], v. 73, p. 5, 2016. Disponível em:

[http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_servicos\\_produtos/bibli\\_boletim/bibli\\_bol\\_2006/RDBancMecCap\\_n.73.08.PDF](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RDBancMecCap_n.73.08.PDF). Acesso em: 31 jan. 2022).

Mariana Pargendler<sup>29</sup> compara as diferenças entre as iterações original e brasileira, desenvolvendo, assim, a seguinte síntese comparativa:

	<i>Business Judgment Rule</i>	Regra de decisão negocial
<b><u>Origem</u></b>	Jurisprudencial	Legislativa
<b><u>Efeito</u></b>	Presunção da boa-fé, de forma que seja necessária demonstração de violação de deveres fiduciários para ilidi-la.	Padrão revisional de conduta após observância dos demais requisitos com o condão de excluir ou não o dever de indenizar do administrador.
<b><u>Aplicação</u></b>	Não oponível contra atos exercidos em situação de conflito de interesses.	Maior versatilidade quanto às possibilidades de aplicação em função da redação dada pelo art. 159, § 6º, LSA.
<b><u>Legitimidade</u></b>	Não há nenhuma menção em diplomas legais ao amparo oferecido pela BJR a diretores ( <i>officers</i> ) de companhias <sup>30</sup> .	Pela redação conferida pelo referido dispositivo, “administradores” podem ter sua responsabilidade excluída, o que inclui os membros da Diretoria bem como os do Conselho de Administração.

#### 4.3. Precedentes da CVM

Por ora, mister salientar que o disposto no art. 159, § 6º, é a única passagem de introdução ao padrão de revisão da regra de decisões negociais em um diploma normativo

<sup>29</sup> PARGENDLER, Mariana. **RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES E BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO**. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 104, p. 15, 2015. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2022

<sup>30</sup> É importante ressaltar que, de fato, conforme pontua a autora, jurisprudência e diplomas legais importantes no cenário jurídico norte-americano, *Delaware General Corporation Law* mantêm reserva a respeito do amparo da *business judgment rule* aos chamados *officers*, mas tem-se observado uma crescente no número de juristas que defendem o cabimento desse amparo mediante aplicação por analogia considerando os deveres fiduciários impostos aos *officers* pelas legislações estaduais.

brasileiro, de forma que o desenvolvimento e extensão do tema seja um fardo carregado quase que exclusivamente pela doutrina e jurisprudência. Assim, passar-se-á à delimitação análise da dinâmica da regra de decisão negocial à luz de julgados da CVM.

#### **4.3.1. Metodologia**

O método utilizado para a elaboração desta seção do estudo consistiu na (i) realização de buscas por extratos de sessão de julgamento de Processos Administrativos Sancionadores (PAS) que contivessem a expressão “*business judgment rule*”, *ipsis litteris*, e/ou “regra da decisão negocial”; (ii) a ordenação manual dos processos por data de julgamento; e, por fim, (iii) a análise manual dos processos em que há a apreciação do pedido de análise dos fatos à luz da regra da decisão negocial.

Dentre os julgados cautelosamente analisados, foram observados alguns temas e parâmetros recorrentes que servirão para a construção de uma noção do conceito da regra de decisão negocial como é empregada no âmbito dos julgados do órgão regulador.

#### **4.3.2. Temas recorrentes entre diferentes julgados e pontos de interesse**

Destarte, se mostrou interessante a escolha dos Diretores da CVM em optar preferencialmente por fazer referências à doutrina estadunidense quanto a temas conceitualmente próximos à *business judgment rule*, principalmente quanto a casos em que se avaliava situações em que se discutia os liames de governança corporativa. Isso porque, como já exposto anteriormente, existem algumas diferenças fundamentais entre a postura adotada pelas autoridades brasileiras e as americanas.

A fundamentação das decisões se fazia mais satisfatória quando os julgadores recorriam a precedentes instaurados dentro do próprio órgão regulador, de forma a facilitar a compreensão do processo evolutivo ocorrido ao longo dos anos no contexto brasileiro, em especial dentro da CVM. Mais especificamente, o PAS CVM nº RJ2016/7190, relatado pelo ex-Diretor Ricardo Machado Gonzalez e julgado em 2019, consolidou e reiterou diretrizes importantes como requisitos indispensáveis para análise da conduta do administrador à luz da regra da decisão negocial, sendo elas:

(a) A decisão empresarial em análise deve ser uma decisão de cunho negocial, isto é, que esteja abarcada por discricionariedade legal concedida aos administradores e exercida

durante a condução dos negócios<sup>31</sup>. Isso implica dizer que decisões que resultem na violação de obrigações normativamente impostas não podem ser objeto deste padrão de revisão, como por exemplo o não cumprimento de diligências impostas por normas do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)<sup>32</sup>.

(b) Deve se avaliar não o mérito da decisão, mas o procedimento que levou a ela, ou seja, é revisado somente o processo decisório que levou a decisão, esta, que deve ser:

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

(ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e

(iii) Decisão desinteressada<sup>33</sup>: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do de-ver de lealdade (duty of loyalty)”<sup>34</sup>.

O Colegiado se mostra consciente, também, da importância de se limitar à análise do processo decisório ao invocar a regra de decisão negocial e se restringir de avançar a analisar o mérito da decisão, reconhecendo assim o perigo da perseverança do supracitado *hindsight bias*, como ilustrado pela seguinte passagem do voto do ex-Diretor Gustavo Machado Gonzalez no

---

<sup>31</sup> O Diretor Relator, em seu voto, apresentou rol exemplificativo para ilustrar a gama de decisões negociais: “Essa categoria [de decisões negociais] abrange aquelas decisões relacionadas com a condução dos negócios da companhia: adquirir ou alienar determinado ativo, investir ou não no desenvolvimento de um novo produto, definir o *mix* adequado entre capital próprio ou de terceiros, contratar ou demitir funcionários, para mencionar alguns exemplos”.

<sup>32</sup> Nesse sentido, os Diretores que protagonizaram o julgamento do PAS CVM n° 19957.009292/2017-21, de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro e julgado em 2021, foram cristalinos ao negar a leitura do caso à luz da regra da decisão negocial em função do descumprimento de dispositivos elencados no Pronunciamento Técnico CPC 38. Consequentemente, o administrador foi condenado à penalidade de multa pecuniária.

<sup>33</sup> Conforme mencionado adiante no corpo do texto, em hipóteses de existência de interesse pessoal por trás de determinada decisão de um administrador, é aplicado o teste de justiça integral, derivado do conceito de *entire fairness*.

<sup>34</sup> Voto de autoria do ex-Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no âmbito do PAS CVM n° RJ2005/1443, de sua relatoria e julgado em 2006.

âmbito do julgamento do PAS CVM n° 19957.010647/2019-97, de relatoria do ex-Diretor Henrique Machado:

“Adicionalmente, somos mal equipados para julgar eventos pretéritos. Temos que analisar as condutas à luz das circunstâncias da época em que foram praticadas, mas nossos vieses cognitivos, especialmente o chamado viés de retrospectiva, inevitavelmente nos levam a exagerar a previsibilidade de fatos passados”.

Por fim, resta uma breve menção – considerando o escopo deste trabalho – ao conceito de teste de justiça integral, que consiste num outro método de revisão de decisões de administradores empregado pelos Diretores da CVM em hipóteses de existência de possível interesse pessoal de um administrador por trás de determinada decisão. Como mencionado anteriormente, a regra de decisão negocial só pode ser aplicada a decisões em que não seja constatado interesse pecuniário do administrador. Aos casos em que houver tal constatação, por outro lado, deve ser empregado o teste de justiça integral.

Similarmente à regra de decisão negocial, o teste de justiça integral é uma construção importada do direito norte-americano e advém do conceito da análise de *entire fairness*, com uma aplicação similar ou mesmo idêntica à empregada pela versão brasileira do instituto, ou seja, subsidiária nas hipóteses de não cabimento da *business judgment rule* em razão da existência de conflitos de interesses na decisão do administrador<sup>35</sup>. Assim, em síntese enxuta, tem-se que o rigoroso teste de justiça integral se desdobra em analisar os procedimentos adotados (*fair dealing*) e as condições do negócio (*fair price*), a fim de possivelmente excluir a responsabilização do administrador que deliberou a favor de decisão que o trouxe ganho pecuniário<sup>36</sup>.

## 5. Conclusões finais

Ora, da análise exposta supra, derivam algumas conclusões possíveis, dentre elas a importância ímpar do disposto pelo art. 159, § 6º, da Lei 6.404/76 para a aplicação do método

---

<sup>35</sup> SUPREME COURT OF DELAWARE. **Sinclair Oil Corp. v. Levien**, Delaware, EUA: 280 A.2d 717, 1971.

<sup>36</sup> Consonante a esse entendimento, o ex-Diretor Gustavo Machado Gonzalez, em voto no âmbito do PAS CVM n° 9 RJ2013/11703, de relatoria do ex-Diretor Gustavo Tavares Borba e julgado em 2018, estabeleceu que “Na jurisprudência de Delaware, as decisões dos administradores acerca de suas próprias remunerações são consideradas interessadas e, conseqüentemente, sujeitas a um escrutínio detalhado dos tribunais caso questionadas. Em termos gerais, os tribunais daquele Estado não distinguem tais deliberações daquelas tomadas em outras matérias nas quais os administradores possuem um interesse pessoal. Em todas essas situações, analisa-se se a deliberação, em sua totalidade, foi justa (*fair*) para a companhia. Em termos práticos, o teste de justiça integral (*entire fairness*) se desdobra em duas avaliações, uma no tocante aos procedimentos adotados (*fair dealing*) e outra envolvendo um exame substancial das condições do negócio (*fair price*)”.

analítico da *business judgment rule*, na medida em que o legislador, à época, reconheceu os avanços que eram recepcionados pelo ordenamento jurídico norte-americano quanto ao sistema de governança corporativa e, tendo em mente o fundamento na *civil law* que caracteriza o brasileiro, teve de elaborar um texto breve, sucinto, e volátil, como é o referido dispositivo, outrora hermeneuticamente inviável senão pela inovação legislativa.

Os diretores da CVM, por sua vez, se mostram atentos às inovações apresentadas no cenário internacional bem como dispostos a recepcioná-los, alterando-os pontualmente sempre que necessário para os encaixar aos moldes relativamente intransigentes de nosso ordenamento. Inclusive, a teoria da justiça integral talvez seja a maior inovação percebida durante o curso de elaboração do presente trabalho, visto que apesar de sua existência ser fruto da implementação da *business judgment rule*, ela não possui previsão legal no ordenamento jurídico brasileiro, sendo concebida a este exclusivamente por meio de interpretação sistemática do art. 159, § 6º, da Lei 6.404/76, empregada já consuetudinariamente pelo colegiado da CVM.

Aliás, o colegiado é atualmente o maior incubador de debates acerca do tema, haja vista a completa escassez de precedentes nas cortes judiciais. Por isso, desdobra-se que o papel da CVM nas discussões acerca da *business judgment rule* é vital, tal como é o instituto para a governança corporativa.

## **6. Referências bibliográficas**

ARSHT, S. Samuel. THE BUSINESS JUDGMENT RULE REVISITED, Hofstra Law Review: Vol. 8. 1ª Edição. Long Island, NY, Estados Unidos da América: Hofstra University. Disponível em: <http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol8/iss1/6>. Acesso em 02 de fev. 2022.

BARCELOS, Brenno Roberto Amorim. Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima e exclusão de responsabilidade. São Paulo: UNESP, p. 11. Disponível em <http://seer.upf.br/index.php/rjd/article/view/5551/3717>. Acesso em 01/10/2021.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 05/2016. Acusado: Almir Guilherme Barbassa e outros. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro. Julgado em 03/11/2020. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 23/11/2020.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 19957.005981/2016-86. Acusado: Adriano Salviato Salvi e outros. Relator: Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro. Julgado em 19/11/2019. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 11/12/2019.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2013/11703 nº 0594278. Acusado: Carlos Thadeu de Freitas Gomes e outros. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Julgado em 05/09/2017. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 30/06/2018.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2014/3161. Acusado: Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A. e outros. Relator: Diretora Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Julgado em 10/11/2020. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 14/12/2020.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2015/9195. Acusado: Edgar Mansur Salomão e outros. Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro. Julgado em 07/07/2020. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 30/07/2020.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2016/7190. Acusado: Ricardo Furquim Werneck Guimarães. Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro. Julgado em 09/07/2019. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 26/08/2019.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2018/8272 nº 1228930. Acusado: Eike Fuhrken Batista. Relator: Diretora Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Julgado em 23/03/2021. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 06/04/2021.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº SP2017/0294. Acusado: José Sérgio Gabrielli de Azevedo e outros. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro. Julgado em 24/08/2020. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 03/11/2020.

BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº SP2017/440. Acusado: Ricardo Bernardo Silva e outros. Relator: Diretora Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Julgado em 02/03/2021. Rio de Janeiro: Diário Eletrônico da CVM, 19/03/2021.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. São Paulo: Grupo GEN, 2020, v. único.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. § 292 – Dever de Diligência in Direito das companhias. 1ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. Sociedade anônima só de controladores: Administradores com imunidades. In: A nova Lei das Sociedades Anônimas. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1977.

CLARK, Robert Charles. Corporate Law. Cambridge, MA, Estados Unidos da América: Aspen Law & Business.P. 122-141. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod\\_folder/content/0/Corporate%20Law%2](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/130658/mod_folder/content/0/Corporate%20Law%2)

0-%20Robert%20Charles%20Clark%20-%20pp.%20123-189.pdf?forcedownload=1. Acesso em 11 de jan. 2022.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. Londres, Inglaterra: Economica, Vol. 04, 16ª Edição. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002>. Acesso em 03 de nov. 2021.

Common law (em inglês). Disponível em <http://legal-dictionary.thefreedictionary.com/Common+law>. Acesso em: 30 de out. 2021.

COMPARATO, F.K.; FILHO, C.S. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Barueri: Grupo GEN, 2013. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/978-85-309-5131-3/>. Acesso em: 10 de fev. 2022.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – Artigos 138 ao 205. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. Revista de Direito Mercantil e Industrial, Econômico e Financeiro n. 56. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

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

PARGENDLER, Mariana. RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES E BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO BRASILEIRO. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 104, p. 15, 2015. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2022

ROSENBERG, David. How Corporate Political Spending Strains the Limits of the Business Judgment Rule. Nova Iorque, NY, EUA: Zicklin School of Business, Department of Law, Baruch College, City University of New York, p. 13. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2496947](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2496947). Acesso em 30 de out. 2021.

SABONGI, Camila Martinelli. Business judgment rule no direito societário brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais: Direito Societário e Empresarial, [s. l.], v. 73, 2016. Disponível em:

[http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_)



servicos\_produtos/bibli\_boletim/bibli\_bol\_2006/RDBancMecCap\_n.73.08.PDF. Acesso em: 31 jan. 2022).

SARTO, Victor Hugo Rocha; ALMEIDA, Luciana Togueiro de. A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS CRÍTICAS EVOLUCIONISTAS. Revista Iniciativa Econômica: UNESP, Araraquara, v. 2, ed. 1, p. 04-09, 2015. Disponível em: <https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301/5563>. Acesso em: 2 nov. 2021.

SUPREME COURT OF DELAWARE. Sinclair Oil Corp. v. Levien, Delaware, EUA: 280 A.2d 717, 1971.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial v. 1 - teoria geral e direito societário. 11ª edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2019.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.

## TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, JOÃO ANTONIO CAETANO GIORNO

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 41725824, período matutino, turma 10A, tendo realizado o TCC com o título: RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS UM PARALELO COM A BUSINESS JUDGMENT RULE E SEUS LIMITES sob a orientação do(a) Professor PEDRO ALVES LAVACCHINI RAMUNNO, declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 20 de maio de 2022.



Assinatura do discente