

MARCELO GODKE VEIGA

**A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua
aplicação no Direito brasileiro**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

(Versão Corrigida)

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2022

MARCELO GODKE VEIGA

**A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua
aplicação no Direito brasileiro**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO-SP

2022

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Veiga, Marcelo Godke

A regra da decisão negocial (business judgment rule) e sua aplicação no Direito brasileiro ; Marcelo Godke Veiga ; orientador Paulo Fernando Campos Salles de Toledo -- São Paulo, 2022.

504 f.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2022.

1. Business judgment rule. 2. Entire fairness. 3. Deveres fiduciários. 4. Poderes e atribuições de administradores. 5. Responsabilidade de administradores. I. Toledo, Paulo Fernando Campos Salles de, orient. II. Título.

Nome: VEIGA, Marcelo Godke

Título: A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua aplicação no direito brasileiro.

Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Para Bia, Isabela e Anna.

AGRADECIMENTOS

Meu primeiro agradecimento vai para minha família. Sem o apoio de Bia, Isabela e Anna, eu jamais teria conseguido concluir este trabalho.

Ao meu orientador, que, com muita paciência, me guiou por este longo caminho e me indicou o que estava bom e o que não estava, o que precisava ser mudado e o que deveria ser mantido. Logicamente, os erros são meus, não dele. Conjuntamente, gostaria de agradecer os professores Erasmo Valladão A. e N. França e Marcelo Vieira von Adamek por terem participado de minha banca de qualificação e feito comentários essenciais à continuidade da preparação desta tese.

Aos meus colegas de escritório, com quem sempre pude contar nos momentos de ausência e na constante busca por material a ser utilizado nesta tese.

Aos meus colegas e amigos conquistados ao longo dos últimos anos na Universidade de São Paulo, que compartilharam materiais e experiências sobre meu tema de pesquisa.

RESUMO

VEIGA, Marcelo Godke. **A regra da decisão negocial (*business judgment rule*) e sua aplicação no direito brasileiro**. 491 p. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

A *business judgment rule*, um dos mais importantes institutos do direito societário americano, ainda causa certa confusão e permanece controvertida, inclusive no Brasil. A *business judgment rule* e seus desdobramentos decorrem de processo histórico de evolução jurisprudencial iniciado há bastante tempo em tribunais ingleses de *equity*. Logo, é fruto da evolução do *common law* (enquanto sistema jurídico). O presente trabalho estudará a evolução jurisprudencial da *business judgment rule* e seus desdobramentos, tanto na Inglaterra quanto nos Estados Unidos da América. Foi no direito societário do estado de Delaware que tal instituto jurídico mais amadureceu, notadamente a partir da década de 1980. Por isso, o estudo do estado atual da *business judgment rule*, no presente trabalho, embasa-se no direito societário de Delaware a partir de tal período. A *business judgment rule*, além de ser fruto de evolução histórico-jurisprudencial do *common law*, tem fundamento econômico. Por ser regra de governança de sociedades empresárias, a *business judgment rule* protege a autoridade dos administradores e, ao mesmo tempo, preserva suas escolhas, dando-lhes poder discricionário amplo para tomar decisões na condução dos negócios empresariais, evitando interferência constantes de terceiros (inclusive por parte dos acionistas e do Poder Judiciário). Ao mesmo tempo, protege os administradores ao criar presunção de que suas decisões foram informadas (tendo sido cumprido o dever de diligência) e não conflitadas (tendo sido observado o dever de lealdade). O afastamento da presunção protetiva é possível, voltando-se para um de seus desdobramentos (a *entire fairness*, o *enhanced scrutiny* ou a *compelling justification*), que passará a guiar a análise dos atos administrativos. O direito brasileiro permite a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos, não com base no § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, mas em outras normas trazidas pelo mesmo diploma legal, analisadas ao longo deste trabalho. Assim, há presunção de que as decisões dos administradores estejam corretas e, portanto, devem ser protegidas, mantendo-se a porta aberta para eventual apuração de descumprimento de deveres fiduciários ou da lei, o que afastaria o escudo protetivo trazido pela

business judgment rule. O presente trabalho divide-se em quatro partes. Na primeira, será estudada a *agency theory* e será feita uma análise preliminar da *business judgment rule*. Na segunda, será feita uma evolução histórico-jurisprudencial da *business judgment rule*. Na terceira será feito um estudo comparativo que inclui três países europeus e uma análise aprofundada da *business judgment rule* com base no direito societário americano. Na quarta, a *business judgment rule* e seus desdobramentos serão aplicadas ao direito societário brasileiro.

Palavras-chave: *Business judgment rule*. *Entire fairness*. Deveres fiduciários. Poderes e atribuições de administradores. Responsabilidade de administradores.

ABSTRACT

VEIGA, Marcelo Godke. **The business judgment rule and its use under Brazilian law.** 491 p. Doctoral thesis, Law School, University of São Paulo, São Paulo, 2022.

The *business judgment rule*, one of the most important concepts of United States corporate law, still leads to confusion and remains controversial, even in Brazil. The *business judgment rule* and its ramifications stem from a historical process of case law evolution which started a long time ago in English equity courts. Thus, it is the result of the evolution of the common law (as a legal system). This work will study the case law evolution of the *business judgment rule* and its ramifications, both in England and in the United States. It was under Delaware corporate law that the concept further matured, notably during the 1980s. So, the study, in this work, of the current state of the *business judgment rule* is based upon Delaware corporate law starting in this period. The *business judgment rule*, apart from being a result of the historic and case law evolution of the *common law*, also has an economic foundation. The *business judgment rule*, as a precept of corporate governance of business entities, protects the authority of directors and officers while preserving their choices, granting them wide discretionary powers to make decisions in the conduction of business, avoiding constant third-party interference (including shareholders and the Judiciary Power). At the same time, it protects directors and officers by creating a presumption that their decisions were informed (fulfilling the duty of care) and unconflicted (by observing the duty of loyalty). The lifting the protective presumption is possible, turning to one of its possible ramifications (*entire fairness, enhanced scrutiny or compelling justification*), which will guide the review of directorial and managerial actions. Brazilian law also allows the use of the business judgment rule and its ramifications, not based upon paragraph 6 of article 159 of Law No. 6.404/76, but on other precepts found under the same statute, all to be herein analyzed. Thus, there is a presumption that directors' and officers' decisions are correct and, as such, they must be protected, at the same time, the door remains open to assess the unfulfillment of fiduciary duties or the law itself, what would put aside the protective shield created by the *business judgment rule*. This work is divided into four different parts. On the first part, the agency theory and a preliminary study of the business judgment rule will be carried out. On the second part, a historic and case law evolution of the business judgment rule will be made. On

the third part, a comparative study including three European countries, as well as a in-depth analysis of the business judgment rule based upon United States corporate law will be carried out. On the fourth part, the business judgment rule and its ramifications shall be applied to Brazilian corporate law.

Keywords: Business judgment rule. Entire fairness. Fiduciary duties. Powers and attributions of directors and officers. Liability of directors and officers.

RÉSUMÉ

VEIGA, Marcelo Godke. **La règle de l'appréciation commerciale (*business judgment rule*) et son application en droit brésilien**. 491 p. Thèse de doctorat: Faculté de droit, Université de São Paulo, São Paulo, 2022.

La '*Business Judgment Rule*', l'une des institutions les plus importantes du droit des sociétés américain, suscite encore une certaine confusion et reste controversée, y compris au Brésil. La '*Business Judgment Rule*' et ses déploiements découlent d'un processus historique d'évolution jurisprudentielle qui a débuté il y a longtemps dans les tribunaux anglais. Elle est donc le résultat de l'évolution de la *common law* (en tant que système juridique). Le présent travail étudiera l'évolution jurisprudentielle de la '*Business Judgment Rule*' et ses déploiements, tant en Angleterre qu'aux États-Unis. C'est dans le droit des sociétés de l'État du Delaware que cette institution juridique a le plus mûri, notamment à partir des années 1980. Ainsi, l'étude de l'état actuel de la '*Business Judgment Rule*' dans le présent ouvrage s'appuie sur le droit des sociétés du Delaware à partir de cette époque. La '*Business Judgment Rule*', en plus d'être le résultat de l'évolution historique-jurisprudentielle de la *common law*, a un fondement économique. La '*Business Judgment Rule*', en tant que règle de gouvernance d'entreprise, protège l'autorité des dirigeants et, en même temps, préserve leurs choix, leur donnant un large pouvoir discrétionnaire pour prendre des décisions dans la conduite des affaires, évitant l'ingérence constante de tiers (y compris celle des actionnaires et du Pouvoir Judiciaire). En même temps, elle protège les administrateurs en créant une présomption que leurs décisions ont été éclairées (le devoir de sollicitude a été rempli) et non pas été conflictuelles (le devoir de loyauté a été respecté). La levée de la présomption protectrice est possible, en se tournant vers l'un de ses déploiements possibles (*entire fairness*, *enhanced scrutiny* ou *compelling justification*), qui commenceront à guider l'analyse des actes administratifs. La loi brésilienne permet l'application de la *Business Judgment Rule* et de ses déploiements, non pas sur la base du paragraphe 6 de l'article 159 de la Loi n° 6.404/76, mais sur celle d'autres normes apportées par le même diplôme juridique, analysées tout au long de ce travail. Ainsi, il existe une présomption que les décisions des administrateurs sont correctes et, par conséquent, doivent être protégées, en laissant la porte ouverte à une éventuelle vérification du non-respect des obligations fiduciaires ou de la loi, ce

qui supprimerait le bouclier protecteur apporté par la *Business Judgment Rule*. Ce travail est divisé en quatre parties. Dans la première, la théorie de l'agence sera étudiée et une analyse préliminaire de la *Business Judgment Rule* sera faite. Dans la seconde, une évolution historique-jurisprudentielle de la règle *Business Judgment Rule* sera faite. Dans la troisième, une étude comparative sera réalisée incluant trois pays européens et une analyse approfondie de la *Business Judgment Rule* basée sur le droit des sociétés américain. Dans la quatrième, la *Business Judgment Rule* et ses déploiements seront appliqués au droit des sociétés brésilien.

Mots-clés: *Business judgment Rule. Entire fairness. Devoirs fiduciaires. Pouvoirs et attributions des administrateurs. Responsabilité des administrateurs.*

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

AG	<i>Aktiengesellschaft</i>	
ADHBG	<i>Allgemeines Handelsgesetzbuch</i>	<i>Deutsches</i>
AktG	<i>Aktiengesetz</i> de 1965	
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>	
BörsenG	<i>Börsengesetz</i> de 2001	
Código Civil	Código Civil	
<i>Codice Civile</i>	Codice Civile italiano de 1942	
Código Civil de 1916	Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916	
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002	
Código Civil Português	Decreto-Lei nº 47344/66, de 25 de novembro	
Código das Sociedades Comerciais	Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro	
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015	
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988	
CVM	Comissão de Valores Mobiliários	

Decreto nº 8.945/16	Decreto nº 8.945, de 27 de dezembro de 2016
Decreto-Lei nº 200/67	Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967
Decreto-lei nº 2.627/40	Decreto-lei nº 2.627, de 16 de setembro de 1940
Decreto-lei nº 76-A/2006	Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de março
Decreto-lei nº 486/1999	Decreto-Lei nº 486/1999, de 13 de novembro
DrittelbG	<i>Drittelbeteiligungsgesetz</i> de 2004
Lei Complementar nº 182/21	Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021
Lei nº 4.595/64	Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964
Lei nº 6.024/74	Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei nº 6.404/76	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei nº 8.443/92	Lei nº 8.443, de 16 de julho de 1992
Lei nº 13.303/16	Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016

Lei nº 10.411/02	Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002
Lei nº 12.846/13 ou Lei Anticorrupção	Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013
Lei nº 13.874/19 ou Declaração de Direitos de Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
Medida Provisória nº 1.040/21	Medida Provisória nº 1.040, de 29 de março de 2021.
MitbestG	<i>Mitbestimmungsgesetz</i>
Parecer de Orientação CVM nº 34/08	Parecer de Orientação CVM nº 34, de 1º de setembro de 2008
Parecer de Orientação CVM nº 36/09	Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009
Projeto de Lei 1.498/20	Projeto de Lei 1.498, de 2020
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
<i>Securities Act</i>	<i>Securities Act of 1933</i>
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TCU	Tribunal de Contas da União
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
TUF ou Lei Draghi	<i>Testo Unico della Finanza</i> de 1998

UMAG	<i>Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts</i>
WpHG	<i>Wertpapierhandelsgesetz de 1994</i>
WpPG	<i>Wertpapierprospektgesetz de 2005</i>
WpÜG	<i>Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz de 2001</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	18
	PARTE I - AGENCY THEORY E ANÁLISE PRELIMINAR	34
2	VISÃO DA AGENCY THEORY	35
2.1	INTRODUÇÃO.....	35
2.2	AGENCY THEORY: VISÃO DO FENÔMENO ECONÔMICO	39
2.2.1	A relação <i>principal-agent</i>	39
2.2.2	<i>Agency theory</i> e assimetria de informações.....	42
2.2.3	<i>Agency theory</i> e o uso de incentivos	50
2.2.4	<i>Agency conflicts</i> , as funções do direito societário e os <i>agency costs</i>	55
2.3	AGENCY COSTS E ESTRATÉGIAS LEGAIS PARA REDUZÍ-LOS	60
2.3.1	Regras precisas <i>versus</i> padrões abertos	60
2.3.2	Motivos <i>versus</i> justificativas técnicas	62
2.3.3	Estratégias regulatórias	66
2.3.4	A configuração e a adequação de normas: regras precisas e padrões abertos (<i>standards</i>)	68
3	A BUSINESS JUDGMENT RULE: ANÁLISE PRELIMINAR.....	77
3.1	INTRODUÇÃO.....	77
3.2	ANÁLISE PRELIMINAR DA BUSINESS JUDGMENT RULE	79
3.2.1	A <i>business judgment rule</i> propriamente dita.....	88
3.2.2	A <i>entire fairness</i>	91
3.2.3	O <i>enhanced scrutiny</i>	92
3.2.4	A <i>compelling justification</i>	93
	PARTE II - A EVOLUÇÃO HISTÓRICO-JURISPRUDENCIAL.....	95
4	HISTÓRICO DA BUSINESS JUDGMENT RULE E O DIREITO INGLÊS	96
4.1	INTRODUÇÃO.....	96

4.2	O INÍCIO DO CAMINHO E O <i>COMMON LAW</i>	97
4.3	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E A EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL INGLESA.....	105
4.3.1	Gênese da <i>business judgment rule</i> , o direito inglês e a jurisprudência.....	107
4.3.1.1	<i>Crookshanks v. Turner et al.</i>	108
4.3.1.2	<i>Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others</i>	109
4.3.1.3	<i>Knight v. Earl of Plymouth</i>	110
4.3.1.4	<i>Aleyn v. Belchier</i>	111
4.3.1.5	<i>Harman v. Tappenden</i>	111
4.3.1.6	<i>Attorney General v. The Corporation of Exeter</i>	111
4.3.1.7	<i>Carlen v. Drury</i>	112
4.3.1.8	<i>The York & North Midland Railway Company v. Hudson</i>	113
4.3.1.9	<i>Turquand v. Marshall</i>	114
4.3.1.10	<i>Overend, Gurney & Co. v. Gibb</i>	115
4.3.1.11	<i>In re Wragg, Limited</i>	117
4.3.1.12	<i>Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate</i>	118
4.3.1.13	<i>In re Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.</i>	120
4.3.1.14	<i>In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited</i>	122
4.3.1.15	<i>In re Smith and Fawcett, Limited</i>	124
5	HISTÓRICO DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E O DIREITO AMERICANO	126
5.1	INTRODUÇÃO.....	126
5.2	A ADOÇÃO DO <i>COMMON LAW</i> COMO SISTEMA JURÍDICO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i>	127
5.2.1	<i>Common law</i> e <i>equity</i> no direito americano: dos territórios coloniais ao estado de Delaware	130
5.3	A GÊNESE DA <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> E O DIREITO AMERICANO	146
5.3.1	Gênese da <i>business judgment rule</i> nos tribunais federais americanos.....	147

5.3.1.1	<i>Winters v. Sowles</i>	147
5.3.1.2	<i>Briggs v. Spaulding</i>	148
5.3.1.3	<i>Bowerman v. Hamner</i>	151
5.3.1.4	<i>Bates v. Dresser</i>	153
5.3.1.5	<i>Barnes v Andrews</i>	155
5.3.2	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência estadual americana..	158
5.3.2.1	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência estadual americana, excluindo-se Delaware.....	158
5.3.2.1.1	<i>Percy v. Millaudon</i>	158
5.3.2.1.2	<i>State of Louisiana v. Bank of Louisiana</i>	161
5.3.2.1.3	<i>Verplanck v. Mercantile Insurance Company</i>	163
5.3.2.1.4	<i>Godbold v. The Branch Bank at Mobile</i>	164
5.3.2.1.5	<i>Hodges v. New England Screw Co.</i>	165
5.3.2.1.6	<i>Spring's Appeal</i>	168
5.3.2.1.7	<i>Pollitz v. Wabash R.R. Co.</i>	170
5.3.2.2	Gênese da <i>business judgment rule</i> na jurisprudência dos tribunais do estado de Delaware	172
5.3.2.2.1	<i>Butler v. New Keystone Copper Company</i>	173
5.3.2.2.2	<i>Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America</i> ...	176
5.3.2.2.3	<i>Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.</i>	178
5.3.2.2.4	<i>Bodell v. General Gas & Electric Corp.</i>	180
5.3.2.2.5	<i>Allaun v. Consolidated Oil Co.</i>	182
5.3.2.2.6	<i>Cole v. National Cash Credit Association</i>	184
5.3.2.2.7	<i>Eshleman v. Keenan</i>	186
5.3.2.2.8	<i>Loft v. Guth</i>	188
PARTE III - O DIREITO DE OUTROS PAÍSES		192
6	A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO EUROPEU: VISÃO DE TRÊS PAÍSES	193

6.1	INTRODUÇÃO.....	193
6.2	A IMPORTÂNCIA DO ESTUDO DO DIREITO COMPARADO.....	195
6.3	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> NO DIREITO ALEMÃO.....	198
6.3.1	Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito alemão.....	198
6.3.1.1	Os dois conselhos da AG e seus respectivos poderes.....	200
6.3.1.1.1	<i>Conselho de supervisão (Aufsichtsrat)</i>	201
6.3.1.1.2	<i>Conselho executivo (Vorstand)</i>	203
6.3.2	A aplicação da <i>business judgment rule</i> no direito alemão.....	205
6.4	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> NO DIREITO ITALIANO	208
6.4.1	Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito italiano	208
6.4.1.1	As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes 209	
6.4.1.1.1	<i>Estrutura tradicional</i>	210
6.4.1.1.2	<i>Estrutura monística</i>	211
6.4.1.1.3	<i>Estrutura dualística</i>	212
6.4.1.2	Deveres e responsabilidades dos administradores	213
6.4.2	A aplicação da <i>business judgment rule</i> no direito italiano	215
6.5	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> NO DIREITO PORTUGUÊS	216
6.5.1	Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito português.....	216
6.5.1.1	As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes 217	
6.5.1.1.1	<i>Modelo clássico</i>	218
6.5.1.1.2	<i>Modelo anglo-saxônico</i>	220
6.5.1.1.3	<i>Modelo germânico</i>	222
6.5.1.2	Deveres e responsabilidades dos administradores	223
6.5.2	A aplicação da <i>business judgment rule</i> no direito português.....	224

6.6	TRAÇO COMUM ENTRE OS TRÊS SISTEMAS JURÍDICOS ANALISADOS 225	
7	VISÃO DA GOVERNANÇA DAS CORPORATIONS NOS ESTADOS UNIDOS, COM ÊNFASE EM DELAWARE	227
7.1	INTRODUÇÃO	227
7.2	VISÃO DA GOVERNANÇA DAS CORPORATIONS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, COM ÊNFASE EM DELAWARE	228
7.2.1	A administração das <i>corporations</i> sob o direito societário americano, com ênfase no estado de Delaware	229
7.2.1.1	O <i>board of directors</i>	231
7.2.1.2	Os <i>officers</i>	234
7.3	DEVERES FIDUCIÁRIOS	237
7.4	O DEVER DE LEALDADE	241
7.4.1	Decisão desprovida de interesse pessoal	246
7.4.2	Julgamento independente	250
7.4.3	A boa-fé como elemento integrante do dever de lealdade	252
7.4.4	O dever de informar: de elemento integrante do dever de lealdade a um dever fiduciário praticamente independente	258
7.5	O DEVER DE DILIGÊNCIA	260
7.6	DEVERES DE LEALDADE E DE DILIGÊNCIA: DUAS FACES DA MESMA MOEDA?	267
8	ESTADO ATUAL DA BUSINESS JUDGMENT RULE E SEUS DESDOBRAMENTOS NO DIREITO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE 270	
8.1	INTRODUÇÃO	270
8.2	ESTADO ATUAL DA BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO SOCIETÁRIO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE	273
8.2.1	Elementos que compõem a <i>business judgment rule</i>	276
8.2.1.1	Constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada	276
8.2.1.2	Ausência de interesse pessoal ou <i>self-dealing</i> , combinado com a independência no processo decisório e a constatação da presença de boa-fé 278	

8.2.1.3	Constatação do exercício adequado de cuidado e diligência.....	285
8.2.1.4	Ausência de abuso de poder discricionário e de desperdício de ativos empresariais, acompanhado de constatação da presença de racionalidade .	289
8.2.1.5	Ausência de fraude ou ilegalidade.....	293
8.2.2	A relação entre o dever de informar e a <i>business judgment rule</i>	294
8.2.3	A <i>business judgment rule</i> e os <i>officers</i>	296
8.3	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i>	300
8.4	O <i>ENHANCED SCRUTINY</i>	305
8.5	O CASO <i>BLASIUS</i> E A <i>COMPELLING JUSTIFICATION</i>	311
	PARTE IV - DIREITO BRASILEIRO	314
	9 A DISCIPLINA DA ADMINISTRAÇÃO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO	315
9.1	INTRODUÇÃO.....	315
9.2	VISÃO DA GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO BRASIL .	317
9.2.1	A administração das sociedades anônimas brasileiras	318
9.2.1.1	O conselho de administração.....	319
9.2.1.1.1	<i>Diferenças entre o board of directors do direito societário de Delaware e o conselho de administração brasileiro</i>	323
9.2.1.2	A diretoria.....	324
9.3	DEVERES FIDUCIÁRIOS.....	326
9.4	O DEVER DE LEALDADE E OS NEGÓCIOS JURÍDICOS CELEBRADOS SOB CONFLITO DE INTERESSES	329
9.4.1	Dever de lealdade e o artigo 155 da Lei nº 6.404/76.....	331
9.4.2	Dever de lealdade e outros dispositivos da Lei nº 6.404/76	335
9.4.3	Dever de lealdade e conflito de interesses de acionistas	339
9.5	O DEVER DE DILIGÊNCIA	344
9.6	O REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES	350
9.6.1	Responsabilização individual, solidária e decorrente de decisão colegiada; exclusão de responsabilidade	367

9.7	O INTERESSE PÚBLICO E O REGIME DAS EMPRESAS ESTATAIS.....	370
10	<i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i>, SEUS DESDOBRAMENTOS E O DIREITO BRASILEIRO	381
10.1	INTRODUÇÃO.....	381
10.2	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> ENQUANTO REGRA POSITIVADA NO DIREITO BRASILEIRO	384
10.2.1	O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da <i>business judgment rule</i> no direito brasileiro	385
10.2.2	O <i>caput</i> do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da <i>business judgment rule</i> no direito brasileiro	396
10.3	A <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> ENQUANTO REGRA DE ALOCAÇÃO DE PODER.....	401
10.3.1	O caso das estatais	404
10.4	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E O CONFLITO DE INTERESSES DO PARÁGRAFO ÚNICO DO ARTIGO 115 DA LSA LEI nº 6.404/76	408
10.5	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E O CONFLITO DE INTERESSES DO ARTIGO 156 DA LEI Nº 6.404/76	419
10.6	A <i>ENTIRE FAIRNESS</i> E AS DECISÕES DOS ADMINISTRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS	425
10.7	A <i>COMPELLING JUSTIFICATION</i> E A REGRA ANTIDILUIÇÃO DO § 1º DO ARTIGO 170 DA LEI Nº 6.404/76	428
10.8	VISÃO DA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA	435
10.8.1	O olhar da CVM	435
10.8.2	Poder Judiciário	442
10.8.3	TCU.....	445
11	CONCLUSÃO	450
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	465

1 INTRODUÇÃO

Apesar de ser vista como um dos mais importantes institutos do direito societário americano, notadamente do estado de Delaware, e ter sido muito estudada e analisada¹, a *business judgment rule* ainda causa certa confusão e permanece controvertida². Como se verá ao longo deste trabalho, o mesmo acontece no Brasil.

É necessário que se compreenda que a *business judgment rule* e seus desdobramentos são decorrentes de verdadeiro processo histórico de evolução jurisprudencial iniciado há bastante tempo em tribunais ingleses de *equity*. Sem que se compreenda bem tal fenômeno, não será possível interpretá-los e concebê-los adequadamente. Por isso, para que o presente trabalho se desenvolva satisfatoriamente, torna-se essencial estudar tal processo.

Deve-se sempre levar em consideração que o desenvolvimento da *business judgment rule* é fruto da evolução do *common law* (enquanto sistema jurídico). O *common law*, sistema jurídico originário da Inglaterra³, tem características bastante interessantes, pois se inspira no passado, mas permite mudança e inovação⁴. Apesar de dialogarem sobremaneira com o direito positivado⁵, os precedentes

¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020. SHARFMAN, Bernard S. **The importance of the business judgment rule**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>. Acesso em: 16 jul. 2020.

² BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 93.

³ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 2.

⁴ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

⁵ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

jurisprudenciais exercem grande influência, pois são vinculantes⁶. No *common law*, os precedentes jurisprudenciais, simplesmente, não influenciam decisões futuras por serem fonte secundária do direito, mas são verdadeiras fontes primárias. No *common law*, o presente é fruto do passado e é o que dá significado às vidas de futuras gerações⁷. A força vinculante dos precedentes jurisprudenciais possui enormes virtudes, dentre as quais se destacam a segurança jurídica, a confiança, a redução da arbitrariedade, cria igualdade na interpretação e aplicação do direito e encoraja a eficiência⁸.

As mudanças no *common law* não são rápidas, mas, ao mesmo tempo, não são meramente formais⁹. Exemplo disso são os casos em que uma parte depende da outra, como nas relações *principal-agent*, que levou à introdução jurisprudencial dos deveres fiduciários, notadamente pelos juízes de *equity*¹⁰. Tais mudanças, como se verá mais adiante, fizeram surgir a *business judgment rule*.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, que julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*¹¹. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo¹².

⁶ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 143.

⁷ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

⁸ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 9.

⁹ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 3.

¹⁰ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 139. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 2.

¹¹ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199.

¹² DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 138.

O presente trabalho estudará a evolução jurisprudencial inglesa, que influenciou e levou à emergência da *business judgment rule* e seus desdobramentos. A primeira decisão que se relaciona à sua gênese é de 1723. É importante ressaltar que, neste momento, não havia divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje integra os Estados Unidos da América ainda era composto por colônias inglesas; mas era objeto de discussão a aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América.

Apesar da independência política das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, por meio da inauguração imediata de sistema jurídico novo, ou mesmo a criação instantânea de um novo regime legal, como um *common law* americano¹³. Por isso, observa-se grande continuidade entre os direitos inglês e americano, principalmente nos primeiros anos após a emancipação política¹⁴.

Aos poucos, contudo, os juízes americanos passaram claramente a moldar o *common law* dos Estados Unidos da América, que passou a ter vida e conteúdo próprios e, paulatinamente, a distanciar-se do *common law* inglês¹⁵. Como se verá, tal processo leva ao avanço das ideias que moldaram a *business judgment rule*.

O direito societário de Delaware tem especial importância a este respeito, já que os efeitos de sua *Court of Chancery* irradiam-se ao redor do mundo¹⁶. O regime federativo dos Estados Unidos da América permitiu a emergência de verdadeira competição legislativa interna, abrindo espaço para que o direito societário evolua,

¹³ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

¹⁴ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

¹⁵ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 8-10.

¹⁶ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

mesmo que lentamente¹⁷. Mas talvez a principal característica do direito societário de Delaware venha de sua consistência, que torna bastante estável sua amplíssima jurisprudência empresarial e traz segurança jurídica¹⁸. Por isso, é também essencial que se estude a evolução histórica da jurisprudência americana, principalmente a do estado de Delaware.

Apesar de a *business judgment rule* e os seus desdobramentos nascerem, crescerem e residirem no campo do direito, tais institutos jurídicos lidam com o comportamento humano de “entes econômicos” – os administradores e, até certo ponto, os acionistas, como se verá ao longo deste texto -, tornando-se muito importante entender o que está por detrás do comportamento deles. Por isso, é relevante que se traga uma visão de caráter econômico da chamada “*agency theory*” e como ela afeta a *business judgment rule*.

Será estudada a “delegação” sob a ótica da economia, que se origina nos limites com os quais o ser humano se choca ao exercer suas atividades. O *principal*, assim, confia ao *agent* algumas de suas funções e trabalhos.

Tal tipo de relacionamento, como se observa, é fruto de comportamento humano e a “delegação” emerge de algo que, para os economistas, é considerado um

¹⁷ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 1 e 4-6.

¹⁸ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 280. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1446-1447.

“contrato”¹⁹. Isso leva à divisão do trabalho, que muito comumente conduz à maior eficiência econômica²⁰.

É muito comum existir a chamada “assimetria informacional” no relacionamento entre *principals* e *agents*, pois este normalmente possui mais informações que aquele²¹.

A existência de informações assimétricas dificulta a adequada alocação de recursos econômicos escassos²². Além disso, a ligação – mesmo que meramente

¹⁹ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 302. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, pp. 20 e 43. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 622. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

²⁰ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 6. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 330. ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, pp. 18-19. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 37.

²¹ PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay - the remuneration committee’s dilemma**. Cham: Palgrave Pivot, 2019, p. 13. SPREMANN, Klaus. Agent and principal. *In*: BAMBERG, Gunter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987, p. 3. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 8. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 37 e 145. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 204. ARROW, K. Research in management controls: a critical synthesis. *In*: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1963, p. 538. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 4-5.

²² LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 13. PITTA, André Grunspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 71.

indireta – entre *principal* e *agent* será também atingida por mais um fator, a saber, a falta de interesses convergentes entre ambos²³.

As nuances e as dificuldades que naturalmente existem no relacionamento entre *principal* e *agent* fazem emergir aquilo que se convencionou chamar de “conflitos de agência”²⁴. Tais *conflitos* naturalmente existem nas relações empresariais e, portanto, no âmbito societário²⁵.

O direito societário, por sua vez, deveria tentar resolver ou mitigar os problemas relacionados aos *agency conflicts*, notadamente no que diz respeito aos administradores e à possibilidade de agirem oportunamente. A tentativa de mitigar os *agency conflicts* gera os *agency costs*, que não são desprezíveis²⁶.

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de *regras precisas* que determinem serem ilegais determinados comportamentos especificamente listados e delineados, ou por meio de

²³ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 11-12. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998, p. 101. SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016, pp. 1440-1442.

²⁴ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30.

²⁵ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 3. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

²⁶ EASTERBROOK, Jonh H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984, p. 542.

padrões abertos (ou *standards*), que deixam a determinação exata de eventual (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que decidirá *ex post*²⁷.

Em geral, a legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas²⁸. No caso específico do direito societário, as justificativas técnicas devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos²⁹, e (ii) reduzir comportamento oportunístico³⁰. O presente trabalho estuda, então, as estratégias para reduzir os *agency costs* e como a *business judgment rule*. Para tanto, podem ser utilizadas e conjugadas regras precisas e padrões abertos (*standards*). Mesmo que as regras precisas sirvam para prescrever previamente (*ex ante*) como o ser humano deve se comportar, são pouco convenientes para tratar de questões societárias internas e complexas, já que podem deixar lacunas a serem exploradas ou mesmo proibir erroneamente algumas condutas pertinentes. Assim, o legislador apoia-se amplamente nos *standards*.

O emprego dos *standards* na positivação de normas para tentar lidar com o comportamento humano dá propósito aos deveres fiduciários. O conteúdo de tais deveres, via de regra, é determinado *ex post*, casuisticamente, para se evitar que o

²⁷ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, pp. 22-23. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 626-633. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

²⁸ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 15. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621-622. BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 15.

²⁹ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 14.

³⁰ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p 14. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621.

texto legal deixe de atingir seus objetivos³¹. A utilização da *business judgment rule*, que foi criada jurisprudencialmente, vai neste sentido e serve para evitar a determinação prévia do conteúdo do dever e diligência³².

Além disso, é muito importante que se imponha limites à interferência estatal e ao alcance da regulamentação, e a *business judgment rule* também serve a este propósito³³. Logo, o emprego de *standards* para reger questões societárias internas e complexas em companhias abertas será, via de regra, mais adequado do que a adoção de regras precisas³⁴.

Reputa-se, hoje, que ser o direito societário de Delaware o mais relevante dos Estados Unidos da América, passando a, vagarosamente, influenciar regimes jurídicos de vários outros países.

O direito societário de Delaware é conhecido por conceder amplos poderes discricionários e margem de manobra aos administradores, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*³⁵. O *board of directors* das *corporations* constituídas no referido Estado é o órgão obrigatório em que

³¹ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law.** [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

³² ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law.** [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

³³ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne.** Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not.** [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

³⁴ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1294-1295.

³⁵ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne.** Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not.** [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

praticamente todo poder e autoridade são exercidos no âmbito da sociedade³⁶. Na típica companhia aberta americana é o *board of directors* que detém efetivo poder de mando sobre as atividades empresariais, pois acontece o “divórcio” entre a propriedade acionária e o real controle, que é exercido pelo referido órgão³⁷. Mas, no que diz respeito à administração do dia a dia da sociedade, o órgão colegiado comumente delega poderes amplos aos *officers*, o que coloca o *board of directors* em função que mais se assemelha a de órgão de supervisão³⁸.

Os administradores das companhias americanas possuem deveres fiduciários a serem observados, que, ao mesmo tempo, guiam as decisões dos gestores e lhes dão poder discricionário para decidir³⁹. O primeiro de tais deveres é o de lealdade, que deve ser absoluta em relação à sociedade⁴⁰. O outro grande dever fiduciário é o de diligência, que atribui responsabilidade de zelar pelo acervo patrimonial social⁴¹.

A *business judgment rule* arvora-se, inicialmente, como norma voltada para a governança da sociedade, por atribuir aos administradores o poder para gerir os negócios sociais. Somente em caso de inobservância de deveres fiduciários ou inexistência de propósito negocial racional, a vontade dos administradores poderá ser substituída pela da dos sócios ou dos integrantes do Poder Judiciário.

³⁶ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 155. Para Stephen M. Bainbridge, o *board of directors* representa o ápice da hierarquia de poder das *corporations*. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85.

³⁷ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Brunswick e London: Transaction Books, 1991, p. 66.

³⁸ FERRARA, Ralph C. *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

³⁹ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 619.

⁴⁰ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019,, pp. 3-16.7.

⁴¹ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

Em segundo lugar, a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos. De fato, para que a empresa prospere, assumir riscos fará parte do dia a dia dos administradores. Se forem pessoalmente responsabilizados todas as vezes que uma decisão empresarial leve à perda, estarão pouco propensos a assumir qualquer risco e, assim, a empresa não avançará. Logo, os administradores devem estar protegidos em suas decisões e somente devem ser pessoalmente responsabilizados em caso de descumprimento de deveres fiduciários ou caso suas decisões não possuam propósito negocial racional.

A *business judgment rule* é formada por vários elementos e parte da constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada, presumindo que os deveres fiduciários de diligência e lealdade tenham sido corretamente exercidos. Ademais, mesmo que inicialmente pudesse existir dúvida, a jurisprudência, hoje, confirma que os diretores – os *officers* - também são protegidos pela aplicação da *business judgment rule*⁴².

Mas, observe-se, a presunção trazida pela *business judgment rule* que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários em relação à sociedade trazida é relativa e pode ser derrubada⁴³. Ficará a cargo dos autores fazer alegações adequadas no processo, na tentativa de narrar o descumprimento do dever de diligência ou de lealdade⁴⁴. A análise judicial que se instaura a partir de então volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo de tomada de decisão por parte dos administradores⁴⁵. É a chamada “*entire fairness*”.

⁴² HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 867-870. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 398-403.

⁴³ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-44 e 2-45.

⁴⁴ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-8.

⁴⁵ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112.

Não obstante a *business judgment rule* ser, em tese, aplicável a todas as decisões empresariais, há um padrão intermediário de revisão judicial adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais⁴⁶.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma “questão empresarial”, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal⁴⁷. É a chamada “*compelling justification*”.

Uma vez delineada a aplicação da *business judgment rule* no direito americano, notadamente com base na construção jurisprudencial do estado de Delaware, é forçoso investigar a sua aplicação no direito brasileiro.

A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características da própria companhia. Assim, a sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística⁴⁸. A divisão das funções administrativas em órgãos sociais distintos, como visto na estrutura dualística, é tendência que se vê em vários países, dentre os quais podem ser destacados Alemanha, Itália, Portugal e Estados Unidos da América, tratados no presente

⁴⁶ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 5A-7 e 5A-9. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018., p. 2-57.

⁴⁷ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49. MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

⁴⁸ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

trabalho⁴⁹. A Lei nº 6.404/76 no Brasil abriu o caminho para a adoção de estrutura dualística no direito societário Pátrio.

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente⁵⁰. Em decorrência da maneira de deliberar, a responsabilidade dos conselheiros de administração, que não é objetiva, é sempre coletiva, apesar de não ser solidária⁵¹.

O conselho de administração não é órgão executivo e suas reuniões acontecerão de tempos em tempos, pois as atribuições do conselho de administração são, em boa parte, de orientação, supervisão e fiscalização, sendo poucas de caráter diretivo⁵².

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação⁵³, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras, pois seria inviável uma sociedade anônima existir sem alguém que a represente e conduza seus negócios⁵⁴. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente, como se vê no conselho de administração.

⁴⁹ V. Capítulos 6 e 7 *infra*.

⁵⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 22. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, pp. 814-815. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 406.

⁵¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23.

⁵² BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 397.

⁵³ Cf. artigos 138, § 1º, e 144, ambos da Lei nº 6.404/76.

⁵⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 331.

A diretoria será composta de, no mínimo, um diretor, ficando a cargo dos acionistas designar no estatuto social o número máximo. Não obstante a possibilidade de haver pluralidade de diretores, a diretoria, em si, não é considerada órgão de decisão colegiada, e as atividades gerenciais são normalmente exercidas individualmente por cada um dos referidos administradores, conforme designado no estatuto social⁵⁵. Caso o estatuto social silencie e o conselho não delibere sobre o assunto, tanto a prática de atos regulares de gestão quanto a representação da companhia caberão a qualquer diretor. Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o estatuto social poderá estabelecer que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião colegiada.

A Lei nº 6.404/76 prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores. Note-se, contudo, que, enquanto os deveres fiduciários no direito societário de Delaware são originados de construção jurisprudencial, no direito brasileiro são fruto de positivação de normas. Caso os administradores deixem de cumprir adequadamente seus deveres, poderão ser pessoalmente responsabilizados e suas decisões poderão ser objeto de disputa.

As empresas chamadas “estatais”, em que o Estado é detentor da maioria ou a totalidade do capital social, são fenômeno bastante comum ao redor do mundo⁵⁶. A participação do Estado no capital de sociedades empresárias também é fenômeno observado no Brasil⁵⁷. Note-se que, via de regra, as atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio. Mas a legislação brasileira determina que as empresas públicas e as sociedades de economia mista e

⁵⁵ Cf. artigo 143, IV, da Lei nº 6.404/76.

⁵⁶ WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019, p. 2. OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 25-44.

⁵⁷ OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 53-55.

as suas subsidiárias sujeitam-se ao regime jurídico-societário próprio das empresas privadas. Aplicam-se à estatais, assim, regras similares às das empresas privadas no que diz respeito à governança, à atribuição de poderes e à responsabilidade de administradores.

Uma vez estudada a disciplina da administração das companhias brasileiras, deve-se investigar a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos no direito societário pátrio.

Discute-se a compatibilidade da *business judgment rule* e a possibilidade de existirem normas positivadas que a representem ou integrem ao direito brasileiro. O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, aparentemente equivale à *business judgment rule* no direito brasileiro, já que o referido dispositivo dá poder ao magistrado para reconhecer a exclusão de responsabilidade do administrador que tenha agido de boa-fé. Sobre tal assunto, a doutrina se divide, mas, ao que parece, tal dispositivo legal não equivale e não se assemelha à *business judgment rule*, já que ambas cumprem funções diferentes e servem a propósitos distintos. A adequada compreensão da equivalência do referido dispositivo legal com a *business judgment rule* depende da compreensão de todo o conteúdo da regra pretoriana anglo-saxônica para que se possa, após, confrontá-la com o dispositivo legal brasileiro. Ao que parece, a *business judgment rule*, além de criar presunção *ex ante* de que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários, é mais abrangente do que o dispositivo legal brasileiro em comento.

Discute-se, também, a equivalência do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, com a *business judgment rule*. A primeira parte do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, dispõe que “[o] administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”. Em decorrência da isenção de responsabilidade trazida pelo texto literal do referido artigo

158, parte da doutrina entende que esta seria, na verdade, a norma positivada do direito brasileiro equivalente à *business judgment rule*⁵⁸.

O referido artigo 158, mesmo que impeça a responsabilização pessoal dos administradores, não é capaz, em nenhum momento, de proteger a própria decisão tomada pelos administradores. Assim, tal dispositivo legal não é suficiente para fazer observar a atribuição de poderes nas mãos dos administradores.

A evolução jurisprudencial vista no direito societário dos Estados Unidos da América, notadamente do estado de Delaware, deixa claro que, hoje, a principal função da *business judgment rule* é a de servir como regra de governança e de alocação de poder nas mãos dos administradores. A *business judgment rule* torna absolutamente claro que, exceto em caso de descumprimento de deveres fiduciários ou falta de propósito negocial racional, as decisões tomadas pelos administradores não serão substituídas pela vontade dos sócios ou do Poder Judiciário. A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia. Mesmo assim, são encontradas normas ao longo da Lei nº 6.404/76 que alocam poderes de maneira restritiva nas mãos dos administradores. Assim, tais normas passam a compor, também em parte, a *business judgment rule* positivada no direito societário brasileiro.

As empresas estatais, não obstante também serem guiadas pelo interesse público, submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016 –, aplicando-se normalmente a *business judgment rule* ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos seus administradores.

A análise relacionada ao direito brasileiro vai além da própria *business judgment rule*. De fato, utiliza-se *entire fairness* para tentar resolver a questão do

⁵⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 165-193. BARBOSA, Henrique Cunha. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

conflito de interesses do Parágrafo Único do artigo 115 e do artigo 156, ambos da Lei nº 6.404/76. Ainda, emprega-se a *entire fairness* para analisar as decisões empresariais tomadas por administradores de empresas estatais. Usa-se, ainda, a *compelling justification* para interpretar a regra antidiluição do § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.

Tendo em vista que há algum tempo já há a tentativa de se aplicar a *business judgment rule* no direito brasileiro, verificar a interpretação dada pelos tribunais brasileiros e alguns órgãos de caráter administrativo torna-se relevante, principalmente em relação à CVM, ao TCU e ao TJSP. Por isso, esta tese não poderia se esquivar de fazer tal verificação.

O presente trabalho está estruturado da seguinte forma: inicia-se com a presente introdução. No segundo capítulo, explica-se a *agency theory*. No terceiro capítulo, para facilitar a compreensão do resto do trabalho, faz-se uma análise preliminar do conteúdo e do significado da *business judgment rule* e como ela se relaciona com os *agency conflicts*. No quarto capítulo, faz-se um apanhado histórico da evolução da *business judgment rule* no direito inglês. No quinto capítulo, estuda-se a evolução histórica da *business judgment rule* e o direito americano. No sexto capítulo é feito estudo de direito comparativo, analisando-se a estrutura de governança e as atribuições dos administradores (bem como suas responsabilidades), e a aplicação da *business judgment rule* em três países europeus, cujos regimes jurídicos exercem muita influência sobre o direito societário brasileiro, a saber, a Alemanha, a Itália e Portugal. No sétimo capítulo, aprofunda-se a análise do direito societário americano, notadamente do estado de Delaware, estudando-se a governança e as atribuições dos administradores. No oitavo capítulo, aprofunda-se especificamente o estudo da utilização da *business judgment rule* no direito do estado de Delaware, incluindo-se, ainda, seus desdobramentos (*entire fairness*, *enhanced scrutiny* e *compelling justification*). O capítulo nono principia o estudo do direito societário brasileiro no presente trabalho, explorando-se a disciplina do direito societário pátrio. No capítulo dez, estuda-se a aplicação da *business judgment rule* propriamente dita no direito societário brasileiro, encerrando-se com uma conclusão e, após, uma lista de referências bibliográficas utilizadas e mencionadas ao longo do texto.

PARTE I - *AGENCY THEORY* E ANÁLISE PRELIMINAR

2 VISÃO DA AGENCY THEORY

2.1 INTRODUÇÃO

A *business judgment rule* e os seus desdobramentos, analisados com profundidade ao longo deste trabalho, nasceram, cresceram e residem no mundo jurídico. Contudo, já que tais institutos jurídicos lidam com o comportamento humano de “entes econômicos” – os administradores e, até certo ponto, os acionistas, como se verá ao longo deste texto –, torna-se muito importante entender o que está por detrás do comportamento deles.

Este capítulo, assim, trará uma visão de caráter econômico da chamada “*agency theory*” e como ela afeta a *business judgment rule*.

Inicialmente, estudar-se-á a “delegação” enquanto fenômeno econômico, que surge dos limites enfrentados pelo ser humano no exercício de suas atividades. Quem delega – o *principal* – abre espaço para que o outro – o *agent* – tome decisões em seu lugar.

Tal tipo de relacionamento, como se observa, é fruto de comportamento e relacionamento humanos. Sob a ótica econômica, a “delegação” é fruto de um contrato (implícito ou explícito)⁵⁹. Como resultado, a análise de tal fenômeno deve

⁵⁹ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 302. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 20. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p 622. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

levar em consideração aquilo que Oliver E. Williamson chama de “*contractual man*”⁶⁰. Além disso, a “delegação” conduz à divisão do trabalho e à especialização de atividades, que tendem a levar a maiores índices de eficiência⁶¹.

É muito comum existir a chamada “assimetria informacional” no relacionamento entre *principals* e *agents*, pois este normalmente possui mais informações que aquele⁶².

A assimetria informacional faz que a sociedade como um todo deixe de atingir a melhor alocação possível de recursos econômicos⁶³, por produzir efeitos deletérios e afetar negativamente as decisões econômicas, inclusive as de natureza negocial. A relação entre *principal* e *agent* será também afetada por outra circunstância: via de

⁶⁰ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 43.

⁶¹ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 6. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 330. ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, pp. 18-19. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 37.

⁶² PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay** - the remuneration committee’s dilemma. Cham: Palgrave Pivot, 2019, p. 13. SPREMANN, Klaus. Agent and principal. *In*: BAMBERG, Gunter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987, p. 3. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 8. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 37 e 145. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 204. ARROW, K. Research in management controls: a critical synthesis. *In*: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1963, p. 538. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 4-5.

⁶³ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 13. PITTA, André Grünspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 71.

regra, ambos possuem interesses que não são convergentes⁶⁴. É o fenômeno econômico do “desalinhamento de interesses”⁶⁵.

As nuances e dificuldades que naturalmente existem no relacionamento entre *principal* e *agent* fazem emergir aquilo que se convencionou chamar de “conflitos de agência”⁶⁶. Tais *conflitos* naturalmente existem nas relações empresariais e, portanto, no âmbito societário⁶⁷.

O direito societário, por sua vez, deveria tentar resolver ou mitigar os problemas relacionados aos *agency conflicts*, notadamente no que diz respeito aos administradores e à possibilidade de agirem oportunamente. A tentativa de mitigar os *agency conflicts* gera os *agency costs*, que não são desprezíveis⁶⁸.

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de *regras precisas* que determinem serem ilegais

⁶⁴ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 11-12. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998, p. 101.

⁶⁵ SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016, pp. 1440-1442. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308.

⁶⁶ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30.

⁶⁷ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 3. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

⁶⁸ EASTERBROOK, Jonh H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984, p. 542.

determinados comportamentos precisamente delineados, ou por meio de *padrões abertos* (ou *standards*), que deixam a determinação exata de eventual (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que decidirá *ex post*⁶⁹.

Em geral, a legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas⁷⁰. No caso específico do direito societário, as justificativas técnicas devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos⁷¹, e (ii) reduzir comportamento oportunístico⁷².

O presente capítulo estuda as estratégias para reduzir os *agency costs* e como a *business judgment rule* com elas se relaciona e pode ser utilizada para amenizá-los. Além desta introdução, este capítulo divide-se em mais três partes. Na próxima, tratar-se-á da *agency theory*, suas origens e como ela afeta as relações e trocas econômicas, inclusive no que diz respeito à emergência e à existência de *agency costs*. Na seguinte, serão estudadas algumas das estratégias legais para mitigação de *agency costs*, inclusive pela utilização de regras precisas e padrões abertos (*standards*).

⁶⁹ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, pp. 22-23. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 626-633. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

⁷⁰ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 15. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 621-622. BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 15.

⁷¹ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 14.

⁷² MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 14. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621.

2.2 AGENCY THEORY: VISÃO DO FENÔMENO ECONÔMICO

2.2.1 A relação *principal-agent*

O ser humano, no exercício de suas atividades econômicas, constantemente enfrenta limites relacionados ao tempo que possui para trabalhar, às suas habilidades e capacidades técnicas, aos seus conhecimentos, à sua disposição, dentre outros⁷³. Por isso, é bastante comum que conte com a ajuda de terceiros para que executem tarefas ou trabalhos que por ele poderiam, em tese, ser levados a cabo⁷⁴. Na teoria econômica, tal fenômeno é normalmente chamado de “delegação”⁷⁵⁻⁷⁶. Aquele que

⁷³ SITKOFF, Robert. The economic structure of fiduciary law. **Boston University Law Review**, v. 91, n. 3, May 2011, pp. 1039-1049. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 37.

⁷⁴ ROSS, Setephen A. The economic theory of agency: the principal’s problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, maio 1973, p. 134. PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay** - the remuneration committee’s dilemma. Cham: Palgrave Pivot, 2019, p. 2. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser ensinam que o êxito da empresa moderna, independentemente do seu tamanho, está relacionado à ação de vários indivíduos e, mesmo os empresários individuais, contam com ajuda de terceiros. Os referidos autores citam como exemplo, para ilustrar, o pequeno merceiro que dependerá de seus fornecedores. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2.

⁷⁵ JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2003, p. 86. KISER, Edgar. Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: an illustration from state policy implementation. **Sociological Theory**, v. 17, n. 2, jul. 1999, p. 149. FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, pp. 301-302. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 23.

⁷⁶ É importante ressaltar que tal “delegação”, conforme chamada na ciência econômica, não tem o mesmo significado visto no direito.

delega - chamado *principal* - permite que o outro - chamado de *agent*, tome decisões em seu lugar⁷⁷⁻⁷⁸.

Tal “delegação” é, via de regra, fruto daquilo que, sob a ótica da teoria econômica, é visto como *contrato*, implícita ou explicitamente⁷⁹. Como indicado acima, é fruto da atividade humana e, por isso, para Olliver E. Williamson, o comportamento deve ser analisado sob o viés daquilo que ele chama de “*contractual man*”⁸⁰. Assim, as interações e o comportamento humanos deverão ser levados em consideração,

⁷⁷ JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. JENSEN, Michael C. Agency costs of overvalued equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, 2005, p. 6. Conforme Kenneth J. Arrow explica, o elemento comum é a presença de dois indivíduos, sendo um o *agent*, que escolherá uma das inúmeras alternativas possíveis. A ação, segundo o referido autor, refletirá sobre o bem-estar econômico de ambos (*principal* e *agent*). ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37. Para Richard A. Epstein, o *agent* é simplesmente uma pessoa que empreende em nome de outra pessoa, o que pode ocorrer uma única vez, ou, ainda, na administração, exercendo controle empresarial de maneira contínua. EPSTEIN, Richard A. Agency costs, employment contracts, and labor unions. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. (coords.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 128.

⁷⁸ A visão jurídica discrepa da econômica, já que naquela o *agent* deve ter poderes efetivos para agir em nome do *principal*, enquanto nesta isso não é necessário. Neste sentido, v. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, pp. 1-13. Robert C. Clark explica que, de acordo com o direito positivado (*statutory law*), os poderes que os acionistas em uma companhia aberta possuem são extremamente limitados, pois somente lhes é facultado votar contra ou a favor nas eleições de conselheiros de administração; os acionistas podem, ainda, indicar conselheiros, desde que estejam dispostos a bancar os custos de eventual disputa para obtenção de procurações (*proxy fight*); em outras situações, os acionistas também poderão exercer, de maneira mais modesta, o direito de fiscalização que lhes é inerente. CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 57-58.

⁷⁹ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 302. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. REID, Gavin C. **Venture capital investment – an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 20. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 622. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1. É importante ressaltar que “contrato”, para a teoria econômica, não possui o mesmo significado que no direito.

⁸⁰ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 43. Segundo referido autor, a expressão “*contractual man*” serve para se opor ao ponto de vista do “*economic man*”, do “*working man*” e do “*political man*”, por levar em consideração suas interações sociais que são feitas por meio de contratos.

evitando-se afastar da realidade da vida das pessoas, em que as trocas econômicas são constantes⁸¹.

Tal tipo de relacionamento – a “delegação” decorrente de um *contrato* implícito ou explícito - conduz à divisão do trabalho⁸² e à especialização de atividades⁸³⁻⁸⁴, que podem levar a maiores índices de eficiência⁸⁵. A divisão do trabalho, contudo,

⁸¹ COASE, Ronald H. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, 1998, p. 72. COLANDER, David. What economists teach and what economists do. **The Journal of Economic Education**, v. 36, n. 3, 2005, p. 251. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 622.

⁸² Para Richard A. Epstein, a divisão do trabalho é um traço comum de instituições sociais modernas. EPSTEIN, Richard A. Agency costs, employment contracts, and labor unions. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. (coords.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 127.

⁸³ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 7. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 8. Segundo Dieter Schneider, a divisão do trabalho é sempre vista em grupamentos sociais e somente os eremitas, por serem autossuficientes, não se inserem em tal fenômeno econômico. SCHNEIDER, Dieter. Agency costs and transaction costs: flops in the principal-agent-theory of financial markets. *In*: BAMBERG, Günter ; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986. Para Kenneth Arrow, a escolha do *agent* decorre diretamente de especialização. ARROW, K. Research in management controls: a critical synthesis. *In*: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1963, p. 538. Para Harrison C White, com o passar do tempo, a existência de uma relação entre o *principal* e o *agent* tende a encorajar a especialização do trabalho. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 204.

⁸⁴ Para Harrison C. White, existem dois tipos distintos de especialização. Em primeiro lugar, há a especialização de *habilidades* (que o autor chama de “*skills*”), atingida por meio de prática ou de treinamento; em segundo lugar, há a especialização pela *localização* (que o autor chama de “*localization*”), alcançada por meio da acumulação de familiaridade em relação aos detalhes de situações locais. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 204-205.

⁸⁵ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 6. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 330. ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, pp. 18-19. John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser ensinam que uma preocupação predominante em relação à economia, que é objeto de intensos debates desde a época de Adam Smith, é a de garantir que a produção seja conduzida na maneira mais eficiente possível, aproveitando-se dos benefícios da especialização, notadamente para levar à melhor alocação de recursos econômicos escassos. Para Jean-Jacques Laffont e David Martimort, a delegação pode ser motivada pela possibilidade de as partes se beneficiarem com retornos crescentes, que decorrem da

demanda coordenação de atividades isoladas, que justamente leva ao aumento da produtividade⁸⁶. Como explica Ronald H. Coase, existe uma clara relação positiva entre produtividade, especialização (por meio da divisão do trabalho) e trocas econômicas⁸⁷⁻⁸⁸. Além disso, Ronald H. Coase ensina, há uma relação direta entre trocas econômicas e prosperidade humana⁸⁹⁻⁹⁰. A *ausência* de delegação, entretanto, pode ter o efeito oposto, sem os benefícios relacionados à especialização de funções e à divisão do trabalho, já que o universo de pessoas que podem potencialmente tomar decisões será reduzido àqueles que normalmente seriam vistos como *principals*⁹¹.

2.2.2 Agency theory e assimetria de informações

Ao menos em tese, *principals* e *agents* podem deter informações que sejam similares em quantidade e qualidade. Na prática, contudo, isso não se vislumbra, já

divisão do trabalho, que seria a raiz do progresso econômico. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 37.

⁸⁶ EPSTEIN, Richard A. Agency costs, employment contracts, and labor unions. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. (coords.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 127.

⁸⁷ COASE, Ronald H. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, 1998, pp. 72-73.

⁸⁸ No mesmo sentido, Adam Smith afirma que o maior avanço nas forças produtivas do trabalho parece decorrer da divisão do trabalho. SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Chicago: University of Chicago Press, 1977, p. 17.

⁸⁹ COASE, Ronald H. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, 1998, p. 73.

⁹⁰ No mesmo sentido, Adam Smith, afirma que “[t]he division of labour, however, so far as it can be introduced, occasions, in every art, a proportionable increase of the productive powers of labour. The separation of different trades and employments from one another seems to have taken place in consequence of this advantage. This separation, too, is generally called furthest in those countries which enjoy the highest degree of industry and improvement; what is the work of one man in a rude state of society being generally that of several in an improved one”. SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Chicago: University of Chicago Press, 1977, p. 17.

⁹¹ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 306.

que o fluxo informacional entre *principals* e *agents* tende a ser difícil, incompleto, truncado e custoso⁹². Por isso, “delegação” é acompanhada de outro fenômeno econômico comumente chamado de “assimetria de informação” ou “assimetria informacional”, em que uma das partes (normalmente o *agent*), por atuar sem supervisão plena ou até mesmo com certa independência⁹³, possui mais informações do que a outra parte (normalmente o *principal*)⁹⁴.

É importante ressaltar que, mesmo que o fluxo de informações entre *agent* e *principal* seja perfeito e pouco (ou nada) seja escondido (o que, diga-se de passagem, dificilmente acontecerá na vida real), não se pode garantir que todos aqueles que recebem os dados consigam chegar às mesmas conclusões. Mesmo que todos sejam racionais – e o ser humano constantemente se coloca como tal -, a análise das

⁹² PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2.

⁹³ REID, Gavin C. **Venture capital investment – an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7.

⁹⁴ PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay** – the remuneration committee’s dilemma. Cham: Palgrave Pivot, 2019, p. 13. SPREMANN, Klaus. Agent and principal. In: BAMBERG, Gunter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987, p. 3. REID, Gavin C. **Venture capital investment – an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 8. WHITE, Harrison C. Agency as control. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985., p. 204. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 204. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 37 e 145. Para esses últimos autores, que utilizam a expressão “*information gap*”, a assimetria informacional é resultado direto da “delegação” de tarefas entre *principal* e *agents*. Para Kenneth J. Arrow, a relação *principal-agent* permeia todas as economias, principalmente as modernas; ademais, ensina o referido autor, por definição, o *agent* foi selecionado por seu conhecimento qualificado e especializado e, assim, o *principal* jamais conseguirá checar completamente o desempenho daquele. ARROW, Kenneth J.. Research in management controls: a critical synthesis. In: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1964, p. 538. Já para John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, as relações que envolvem *principals* e *agents* começam com *informações* e *incentivos*; na maioria das relações de negócios, as partes envolvidas possuem diferentes níveis de informações disponíveis, nascendo a assimetria informacional. Os referidos autores ainda explicam que existe um ideal não atingido de mercado perfeito, praticamente uma ficção, em que são negociados produtos perfeitos e todas as informações disponíveis são compartilhadas. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 4-5. É importante ressaltar, como aponta, Kenneth J. Arrow, que a assimetria informacional sempre existirá e que, na grande maioria das vezes, o *principal* não poderá observar diretamente as ações dos *agents*, mas tão somente testemunhar os resultados obtidos. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37.

informações que recebem está sujeita a limitações⁹⁵. Não se trata de *irracionalidade*, mas aquilo que se convencionou chamar de “racionalidade limitada” - ou *bounded rationality* – pelos economistas institucionalistas⁹⁶⁻⁹⁷⁻⁹⁸. Note-se que os economistas não institucionalistas resistem um pouco à ideia de *bounded rationality*, por entenderem que isso pode ser visto como ausência (total) de racionalidade, mas, para efeitos do estudo que aqui se propõe, com base em *transaction costs economics*, partir-se-á da concepção da *bounded rationality* para análise do comportamento humano⁹⁹.

Jean-Jacques Laffont e David Martimortensinam que a assimetria de informações faz que a sociedade como um todo deixe de atingir a melhor alocação possível de recursos econômicos¹⁰⁰. Como explica George A. Akerlof, produtos bons podem desaparecer do mercado em decorrência da existência de outros ruins quando

⁹⁵ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p 624.

⁹⁶ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 45. LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998, p. 101.

⁹⁷ Na visão econômica neoclássica, a prevalência da plena racionalidade raramente é contestada. David D. Friedman, por exemplo, não questiona a racionalidade plena FRIEDMAN, David D. **Law's order: what economics has to do with law and why it matters**. Princeton: Princeton University Press, 2000, p. 4. V., ainda, SIMON, Herbert A. Rational decision making in business organizations. **The American Economic Review**, v. 69, n. 4, 1979, pp. 500-501. O importante, como indicam Marcelo Godke Veiga e Joseph A. McCahery, é que se compreenda que mesmo o mais racional dos seres humanos terá limitações em sua racionalidade. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 624.

⁹⁸ Segundo Olliver E. Williamson, a racionalidade limitada (*bounded rationality*) abarca, de um lado, restrições neurofisiológicas (relacionadas à capacidade cognitiva) e, de outro lado, limites relacionados à linguagem. Assim, o referido autor ensina, as restrições físicas relacionam-se à forma e à quantidade de informações que os indivíduos conseguem receber, armazenar, recuperar e processar sem erro. Já os limites relacionados à linguagem referem-se à inabilidade de os indivíduos articularem o conhecimento ou sentimento para utilizar palavras, números, gráficos de maneira que lhes permita serem compreendidos por terceiros. WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarquies**. New York: Free Press, 1975, pp. 21-22.

⁹⁹ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 45.

¹⁰⁰ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 13. PITTA, André Grünspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 71.

os consumidores não possuírem informações suficientes para diferenciá-los¹⁰¹. Logo, a assimetria de informações tende a produzir efeitos deletérios e a afetar negativamente as decisões econômicas, inclusive as de natureza negocial. Se informações fluíssem mais facilmente do *agent* para o *principal*, este último teria maior certeza de que aquele age de acordo com o contratado ou o esperado¹⁰². Se o conhecimento de informações importantes e relevantes fosse equivalente para todos os agentes econômicos, tal problema seria claramente mitigado. Mas como tal adversidade muito dificilmente deixará de existir, afetará negativamente o relacionamento entre *principal* e *agent*¹⁰³.

A relação entre *principal* e *agent* será também afetada por outra circunstância: via de regra, ambos possuem interesses que não são convergentes¹⁰⁴. Em boa parte, isso decorre da utilização indevida dos poderes atribuídos aos *agents*, de maneira a beneficiá-los pessoalmente¹⁰⁵. Tal constatação é tão importante que Jean-Jacques Laffont e David Martimort ensinam que este é o paradigma de análise do comportamento de agentes econômicos¹⁰⁶. Os referidos autores complementam tal ensinamento e explicam que, mesmo que os interesses do *principal* e do *agent* não

¹⁰¹ AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, Aug. 1970, p. 490.

¹⁰² Para John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, se a informação fluísse sem custo e de maneira perfeita, os hierarquicamente superiores saberiam o mesmo que os seus subordinados sabem, inclusive o que estariam fazendo; ademais, os acionistas poderiam ter certeza que os administradores estariam administrando as empresas como se fossem suas. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2.

¹⁰³ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 12.

¹⁰⁴ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 11-12. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308. LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998, p. 101.

¹⁰⁵ BEBCHUCK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, 2003, pp. 71-71. SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016, pp. 1440-1442. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308.

¹⁰⁶ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, pp. 11-12.

estejam totalmente alinhados, em um mundo hipotético em que a ausência de assimetria de informações seja factível, a celebração de contratos seria suficiente para que aquele (o *principal*) controlasse este (o *agent*) adequadamente como se não houvesse “delegação” (ou seja, como se o *principal* agisse pessoalmente)¹⁰⁷. Contudo, no mundo real, a “delegação” tende a ser fonte de problemas na medida em que os interesses de ambos não sejam totalmente alinhados e as informações detidas pelo *principal* sejam incompletas ou imperfeitas¹⁰⁸.

A “delegação” e a assimetria informacional são acompanhadas de dois outros fenômenos econômicos, a saber, o “risco moral” (ou *moral hazard*, em inglês, mas também conhecido como “*hidden action*”) e a “seleção adversa” (ou *adverse selection*, em inglês, também conhecida como “*hidden knowledge*”)¹⁰⁹. Para Kenneth J. Arrow, o problema de *hidden action* está tipicamente relacionado ao esforço do *agent*. Segundo o referido autor, o esforço representa verdadeira desutilidade para *agent*, mas tem valor para o *principal*¹¹⁰. Já no que diz respeito ao problema de *hidden knowledge*, explica o referido autor, o *agent* possui informação não disponível ao *principal*; assim, aquele toma decisões com base em informações não disponíveis a

¹⁰⁷ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 12.

¹⁰⁸ Para Jean-Jacques Laffont e David Martimort, a “delegação” de uma tarefa a um *agent* que tenha objetivos diferentes àqueles do *principal* é sempre problemática quando o fluxo informacional é imperfeito. LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 17. Já John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser afirmam que, na vida real, é muito raro que informações completas sejam livres e completamente disponibilizadas a todas as partes envolvidas; logo, o problema será como estruturar um contrato que leve os *agents* a servirem aos interesses do *principal* quando este último não tiver acesso a informações completas. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: an overview**. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2.

¹⁰⁹ ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRAT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 38. Segundo o referido autor, as expressões *moral hazard* e *adverse selection* foram “emprestadas” da prática e da teoria dos seguros, e são somente aplicáveis em casos especiais. Assim, para ele, as expressões *hidden action* (ação oculta) e *hidden information* (informação oculta) são preferíveis.

¹¹⁰ Para Kenneth J. Arrow, a ação oculta mais típica é o “esforço” do *agent*. O referido autor explica: esforço é uma desutilidade para o *agent*, mas tem valor para o *principal*, na medida que aumenta a possibilidade de se atingir resultado positivo para este último. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRAT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 38.

este¹¹¹. Por isso, não haveria como o *principal* saber se as decisões foram tomadas em seus melhores interesses¹¹².

Assim, como explicam Michael C. Jensen e William H. Meckling, há grande chance de o *agent* não agir de maneira a levar em consideração os melhores interesses do *principal*¹¹³. Por isso, torna-se importante que o relacionamento entre *principal* e *agent* desenvolva-se de modo a aproximar e alinhar seus interesses, de maneira a compartilharem riscos e resultados de forma eficiente¹¹⁴. Para tanto, John W. Pratt e Zeckhauser explicam, tornam-se essenciais o monitoramento e a utilização de incentivos¹¹⁵.

O monitoramento serve para que o *principal* tente observar a execução das tarefas do *agent*¹¹⁶. Por meio dele, o *principal* terá acesso a informações além do

¹¹¹ ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 39.

¹¹² ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 39-40. Um exemplo que ilustra bem tal problema é dado pelo referido autor: um caso muito estudado sob vários pontos na literatura econômica refere-se à economia socialista. Com efeito, o referido autor explica, já que o conhecimento acerca da produtividade não pode ser centralizado, cada unidade produtiva possui informações que não são detidas pelo órgão planejador central. Assim, as unidades produtivas possuem incentivo em não revelar o seu potencial total, para que possam trabalhar aquém do máximo (com esforços mínimos). O problema, então, torna-se como tentar canalizar as informações dos *agents*. Por fim, o referido autor aduz que o mesmo tipo de problema é observado nas empresas (em sistemas não socialistas).

¹¹³ Para Michael C. Jensen e William H. Meckling, se ambas as partes forem “maximizadores de utilidade”, haveria excelente razão para se acreditar que o *agent* nem sempre agirá nos melhores interesses do *principal*. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308.

¹¹⁴ REID, Gavin C. **Venture capital investment – an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998, p. 7. Para John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, o alinhamento de interesses não somente ajuda a atingir níveis de esforço adequados, mas também a promover escolhas adequadas. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 15.

¹¹⁵ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 17-18.

¹¹⁶ JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 326. Note-se, como apontado acima e ensinado por Kenneth J. Arrow, o *principal* não consegue monitorar as decisões

resultado obtido¹¹⁷. O monitoramento adequado ajuda a reduzir a assimetria informacional o que, por sua vez, leva à execução mais adequada das tarefas do *agent*¹¹⁸, o que tende a aumentar a eficiência econômica¹¹⁹. O monitoramento pode envolver, por exemplo, a auditoria e a utilização de sistemas formais de controle, como ensinam Michael C. Jensen e William H. Meckling¹²⁰. Em tese, o mercado também pode servir como instrumento eficaz de monitoramento¹²¹.

propriamente ditas, mas conseguirá observar os resultados atingidos. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37.

¹¹⁷ Segundo Kenneth J. Arrow, literatura mais recente destaca a possibilidade de se monitorar, mas isso significa que o *principal* possui determinadas informações além das obtidas por se observar os resultados atingidos. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 45.

¹¹⁸ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 18.

¹¹⁹ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 13.

¹²⁰ JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 323.

¹²¹ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 5. Não se pretende afirmar que o monitoramento seja método absolutamente eficaz na redução da assimetria informacional, ou mesmo que custe pouco. Não se pode afirmar, ainda, que o mercado já seja plenamente capaz de lidar com o problema de monitoramento. Com efeito, algumas crises econômicas originaram-se ou foram corroboradas pelas imperfeições vistas no sistema e nos *agency problems* existentes, que são constantes. Neste sentido, de tempos em tempos, são levadas a cabo reformas legislativas que visam a tentar atenuar falhas ou problemas para os quais o mercado ainda não deu solução adequada. Veja, por exemplo, o caso da Enron Corporation e a respectiva resposta legislativa vista nos Estados Unidos da América, conforme comentado por Jeffrey N. Gordon: “[t]he Enron case has seemed particularly disturbing because the case represents a failed stress test for many of institutions of US shareholder capitalism, circa 1990s. As with most catastrophes, many separate systems simultaneously failed: auditing and accounting, executive compensation, internal monitoring by the board, and external monitoring by securities analysts. The corporate governance failures are particularly troubling to lawyers, who have been very influential in shaping the corporate governance of large public corporations, in part because Enron followed many of the ‘best practice’ corporate governance procedures. In particular, the Enron Board was composed largely of outside directors of apparent independence and competence. The audit committee, which operated under a state of the art charter, was chaired by a Stanford Business School accounting professor. (...) Understanding this particular failure helps explain some of the particular provisions of Sarbanes-Oxley that significantly limit board discretion in the release of material information to the market. It can also help us consider whether Sarbanes-Oxley draws appropriate limits for the exercise of that discretion. The Act mandates disclosure that corrects for the board’s probable inability to adequately monitor a complex corporate finance strategy, ‘corrective disclosure’”. GORDON, Jeffrey N. **Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-**

Com um fluxo pleno de informações (que, como acima apontado, é algo inatingível), o monitoramento seria barato e até mesmo desnecessário. Contudo, o monitoramento pode custar caro e faz emergir aquilo que a teoria econômica chama de “*agency costs*”¹²²⁻¹²³. Como o monitoramento pode custar caro, agentes

Oxley. Columbia Law and Economics Working Paper n. 216; Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 416. [S.l.], 2003, pp. 3-4.

¹²² Os custos relacionados ao monitoramento são só um dos tipos de *agency costs*. Com efeito, conforme explicam Michael C. Jensen e William H. Meckling, na grande maioria das *agency relationships*, *agents* e *principals* incorrerão em custos positivos de monitoramento e para se unir (*bonding*) os interesses de ambos. Ademais, afirmam os autores, haverá divergência entre as decisões dos *agents* e aquelas que sirvam para aumentar o bem-estar econômico do *principal*. Assim, o equivalente monetário na redução do bem-estar econômico do *principal* resultante de tal divergência deve ser também visto como um *custo* oriundo desta *agency relationship* e será considerado uma *perda residual*. Em decorrência disso, os referidos autores definem os *agency costs* como a soma de (i) os gastos incorridos pelo *principal* para monitorar os *agents*, (ii) os gastos para se unir os interesses de ambos (*bonding*), e (iii) as perdas residuais. Por fim, os referidos autores esclarecem que os custos de monitoramento compreendem mais do que simplesmente observar ou medir o comportamento dos *agents*; na verdade, incluem também os esforços dos *principals* em controlar o comportamento dos *agents* por meio de restrições orçamentárias, regras operacionais etc. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 308.

¹²³ É importante ressaltar que *agency costs* e *transaction costs* não possuem o mesmo significado. Com efeito, enquanto aqueles relacionam-se aos custos oriundos das relações entre *principals* e *agents*, estes abarcam todos os dispêndios relacionados às trocas econômicas. Conforme ensina Ronald H. Coase, a existência de *transaction costs* significativos pode explicar a existência da empresa como ente centralizador das atividades econômicas. De fato, aduz o autor, todas as trocas econômicas podem, em tese, ser cursadas no mercado, com base em preços livremente negociados, independentemente de qualquer empresa que centralize ou organize tais atividades. A livre negociação de preços é aquilo que o referido autor chama de “*price mechanism*” ou “*price movements*”. Para ele, tanto os *price mechanisms* quanto o empreendedor podem servir para coordenar as atividades econômicas. Então, indaga ele, como se explicaria a existência da empresa? A resposta, segundo o referido autor, encontra-se nos custos de se utilizar o *price mechanism*. O custo mais óbvio para se “organizar” o *price mechanism*, afirma o referido autor, seria de descobrir quais são os preços dentro das várias opções disponíveis no mercado. Mesmo que existam especialistas que disponibilizem tais informações, os custos podem até ser reduzidos, mas não serão eliminados. Ademais, informa o autor, os custos de se negociar e celebrar cada contrato não podem ser ignorados. Por isso, então, a empresa entra em cena. Com ela, tais custos não são eliminados, mas são sobremaneira reduzidos. O autor ainda explica que muitos contratos deixarão de ser necessários, sendo substituídos por poucos. Mas há, também, outras desvantagens em se utilizar o *price mechanism*. Com efeito, o referido autor ensina que, em alguns casos, pode ser mais desejável manter relacionamentos de longo prazo em relação a alguns produtos ou serviços, já que os custos de se celebrar vários contratos de curta duração podem muito bem ser maiores. Enfim, resume o citado autor, é provável que a empresa emergja em situações em que os contratos de curta duração tornem-se insatisfatórios e menos eficientes sob o ponto de vista econômico. COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937, pp. 388-391.

A expressão “*transaction costs*” não foi cunhada ou inicialmente utilizada por Ronald H. Coase. Ademais, como explica Masahiro Mikami, o estudo econômico dos custos de transação foi sistematizado por meio da obra de Olliver E. Williamson com base nos ensinamentos de Ronald H. Coase, apesar dele discrepar em determinados pontos. Por fim, explica Masahiro Mikami, Olliver E. Williamson parte dos conceitos inicialmente trazidos por Ronald H. Coase para inserir os de “oportunismo” e “racionalidade limitada”. MIKAMI, Masahiro. Methodological divergence between Coase and Williamson in the history of transaction cost economics. **Economic Journal of Hokkaido University**, v. 40, 2011, pp. 41-43.

econômicos podem culminar por adotar medidas de qualidade duvidosa e de menor custo, tendendo à menor eficácia¹²⁴.

2.2.3 Agency theory e o uso de incentivos

A “delegação” também leva à necessidade de manter o *agent* incentivado para agir de acordo com os interesses do *principal*¹²⁵. Sem tais incentivos, o *agent* possivelmente jamais exercerá suas funções adequadamente, a contento¹²⁶. Como explicam Jeasn-Jacques Laffont e David Martimort, “[c]onflicting objectives and decentralized information are thus the two basic ingredients of incentive theory”¹²⁷. Segundo os referidos autores, apesar de os incentivos serem insuficientes para moldar o comportamento humano, seria insensato imaginar ser possível fazê-lo sem eles, notadamente os estímulos de natureza privada¹²⁸.

¹²⁴ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 5.

¹²⁵ Segundo John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, “[e]ach person performs his or her task in Adam Smith’s pin factory. The sum of the achievements of a large collection of specialists is greater than the total of what each could achieve on its own. But the specialization of labor that has created the possibilities for productive modern industrial societies has also created the need for organizations larger than the crafts shop or family. The new challenge becomes how to motivate the participants within the organizations that make up society so that they will be as productive as they would be if they were the owners”. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 8. V., ainda, KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, pp. 14-17; JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2003, p. 308.

¹²⁶ Conforme Michael C. Jensen ensina, há quem entenda – equivocadamente – que tais incentivos sejam desnecessários e até mesmo indesejados. Segundo o referido autor, a natureza humana torna muito difícil que se abandone o uso de incentivos e que se obtenha resultados econômicos satisfatórios. JENSEN, Michael. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. **Journal of applied , finance**, v. 7, n. 2, 1994, pp. 40-42.

¹²⁷ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 12.

¹²⁸ LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002, p. 12.

Segundo John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, existem três estratégias de incentivo¹²⁹. A primeira, chamada de “*trusteeship strategy*”, busca remover de antemão conflitos de interesses para evitar que um *agent* aufera ganho pessoal ao servir prejudicialmente o seu *principal*, o que seria levado a cabo por meio da determinação daquilo que o *agent* não possa fazer (ao invés do que lhe seria permitido)¹³⁰. Assim, exclui-se a possibilidade de tal *agent* ter qualquer tipo de benefício monetário (chamado de “*high-powered incentive*”) para agir de maneira errada, sobrando-lhe somente vantagens não financeiras, normalmente relacionados à sua reputação, à sua consciência e ao seu orgulho (chamados de “*low-powered incentives*”)¹³¹. Um exemplo clássico, apontam os referidos autores, é a utilização de conselheiro de administração independente, algo que se tornou muito comum em vários países como método de monitoramento das atividades dos diretores¹³². Tal conselheiro de administração não extrairá, em tese, benefício pessoal de atos eventualmente prejudiciais dos diretores ou até mesmo dos acionistas controladores, já que as decisões tomadas por ele serão guiadas principalmente por sua reputação e por sua consciência¹³³.

A segunda estratégia é chamada de “*reward strategy*”, em que se oferece recompensa ao *agent* por executar suas funções de maneira a colocar em primeiro

¹²⁹ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 35.

¹³⁰ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 35.

¹³¹ John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman explicam que utilizam as expressões “*high-powered incentives*” e “*low-powered incentives*”, conforme comumente vistas na literatura econômica. Tais expressões, segundo eles, servem para distinguir entre incentivos econômicos, de um lado, e outros de caráter moral e ético, de outro. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 35.

¹³² ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 35

¹³³ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 35.

lugar os interesses do *principal*¹³⁴. A ideia é de tentar motivar a lealdade do *agent* ao atrelar o seu retorno financeiro àquele do *principal*; um exemplo digno de nota é a proteção que os acionistas minoritários possuem em decorrência das regras de distribuição de lucros proporcional à participação acionária detida, o que leva os controladores (aqui na posição de *agents*) a tentar maximizar o retorno obtido pelos outros (os *principals*), desde que o retorno financeiro materialize-se na forma de dividendos¹³⁵.

Já na terceira estratégia, também com base em recompensa (mas que não decorre diretamente de regras societárias como a anterior¹³⁶) e que é chamada pelos autores de “*pay-for-performance regime*”, o *agent* será remunerado por executar suas tarefas levando em consideração os interesses deste último¹³⁷. Assim, por exemplo, os planos de opção de compra de ações enquadram-se nesta subcategoria¹³⁸⁻¹³⁹. A remuneração do *agent* de acordo com o seu desempenho, assim, pode ajudar a torná-

¹³⁴ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 36.

¹³⁵ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 36.

¹³⁶ Já que são, via de regra, oriundos de contrato.

¹³⁷ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 36.

¹³⁸ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 36.

¹³⁹ O *pay-for-performance regime* alinha-se com o pensamento microeconômico. Com efeito, como alertam John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, a teoria microeconômica trata de tal assunto de maneira a garantir certas condições para o funcionamento eficiente do mercado (o mais próximo possível do mundo real), maximizando a geração de riqueza para a sociedade de maneira geral, desde que cada agente econômico seja remunerado de acordo com o valor da sua produção marginal, o que representa dizer que a remuneração do *agent* deve estar diretamente relacionada à sua produtividade. Note-se, contudo, que os próprios autores entendem que tal ideia não é tão fácil e diretamente aplicada na prática, já que é difícil medir a produção marginal. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: an overview**. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 8.

lo mais diligente e produtivo^{140 141}. A falta de tal incentivo, no entanto, pode surtir o efeito oposto, em situação em que o *agent* não empreenderá seus melhores esforços e tornar-se-á menos produtivo, principalmente por não levar em consideração os interesses do *principal*¹⁴². Observe-se que, por serem fruto de contrato, os *agency costs* oriundos desta estratégia de incentivo são mais elevados do que os da anterior, que, basicamente, decorre de texto de lei¹⁴³.

As nuances e dificuldades que naturalmente existem no relacionamento entre *principal* e *agent*, notadamente aquelas oriundas dos problemas relacionados à falta de alinhamento de interesses, da assimetria informacional e de se criar os incentivos corretos¹⁴⁴, fazem emergir aquilo que se convencionou chamar de “conflitos de

¹⁴⁰ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 9. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 192.

¹⁴¹ A remuneração dos administradores (que assumem posição de verdadeiros *agents*), utilizada como incentivo, foi objeto de estudos que, a partir da década de 1990, tomaram grande volume. V. neste sentido, BEBCHUCK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, 2003, p. 71. Segundo os referidos autores, a configuração e a estrutura dos acordos de remuneração são produtos dos *agency problems*, já que tais ajustamentos afetam diretamente as decisões tomadas pelos administradores. Contudo, os referidos autores ensinam, se as estruturas de incentivos por meio de remuneração de administradores forem concebidas de maneira inadequada, podem ser vistos como parte – e causa – do problema (e não como mero produto). No mesmo sentido, Lawrence A. Cunningham explica que, apesar das promessas trazidas pelas estruturas de remuneração de executivos, o desalinhamento de interesses permanece e que as companhias, enquanto *principals*, podem criar incentivos perversos. CUNNINGHAM, Lawrence A. A new legal theory to test executive pay: contractual unconscionability. **Iowa Law Review**, v. 96, n. 4, maio 2011, pp. 1179-1181.

¹⁴² PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 619.

¹⁴³ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

¹⁴⁴ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 9.

agência” ou “problemas de agência”¹⁴⁵⁻¹⁴⁶. Tais *conflitos* ou *problemas* naturalmente existem nas relações empresariais¹⁴⁷ e, portanto, no âmbito societário¹⁴⁸, já que os administradores devem observar seus deveres fiduciários à risca e agir nos melhores interesses das sociedades que administram, o que nem sempre acontece¹⁴⁹. Como

¹⁴⁵ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2.

¹⁴⁶ Em inglês, as expressões utilizadas podem ser, por exemplo, “*agency conflicts*”, “*agency problems*”, “*principal-agent problems*”, dentre outras. V., neste sentido, ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30. Harrison C. White, contudo, tem visão curiosa e faz leve crítica acerca da expressão “agency problem” pois, para ele “[a]lthough economists may speak of the ‘agency problem,’ agency is in fact a solution, a neat kind of social plumbing. The problem is the ancient and ineluctable one of how to attain and maintain control in order to carry out definite, yet varying, purposes”. WHITE, Harrison C. Agency as control. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 188. A crítica feita por este último autor, entretanto, parece desarrazada, pois os *agency problems* são *problemas* que decorrem da falta de alinhamento de interesses e da assimetria informacional existentes dentro da relação mantida entre *principal* e *agent*; assim, o referido autor parece confundir dois fenômenos distintos (um, que é a relação entre *principal* e *agent*, e outro, que são os problemas que emergem ao longo de tal relação). Seria, por exemplo, o mesmo que confundir um casamento com eventuais problemas conjugais que possam surgir de tal relação.

¹⁴⁷ Como explicam John W. Pratt e Richard J. Zeckhauser, a relação *principal-agent* permeia as relações empresariais. PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985. Kenneth J. Arrow vai no mesmo sentido e ensina que o relacionamento *principal-agent* existe em toda economia e, ainda que se pense no conceito jurídico restritivo tradicionalmente aplicado à relação *principal-agent* no *common law*, é um fenômeno de escopo significativo e de magnitude econômica. ARROW, Kenneth J. The economics of agency. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 37. No mesmo sentido, Daniel S. Kleinberger afirma que as relações *principal-agent* encontram-se em todos os lugares no mundo comercial e seriam vistas, ainda, em relação não comerciais. KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017, p. 1.

¹⁴⁸ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 2. Note-se que, hoje, além da economia e do direito, admite-se haver *agency conflicts* em várias outras áreas, como, por exemplo, na contabilidade – v. BRICKET, Robert; CHANDAR, Nandini. On applying agency theory in historical accounting research. **Business and Economic History**, v. 27, n. 2, inverno de 1998, p. 487 -; sociologia – v. FUCHS, Stephan. Beyond Agency. **Sociological Theory**, v. 19, n. 1, mar. 2001, p. 24; SHAPIRO, Suzan P. Agency theory. **Annual Review of Sociology**, v. 31, 2005, pp. 263-265 -; ciência política e administração pública – v. MITNICK, Barry M. The theory of agency: the policing “paradox” and regulatory behavior. **Public Choice**, p. 27-42, inverno de 1975, pp. 28-29 -; administração de empresas – v. SHAPIRO, Suzan P. Agency theory. **Annual Review of Sociology**, v. 31, 2005, pp. 263-265 -; em investimentos na forma de *private equity* - v. SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016, pp. 1438-1486 -; e finanças – v. SHAH, Sunit N. **The principal-agent problem in finance**. N/A: CFA Institute Research Foundation, 2014.

¹⁴⁹ Como explicam Marcelo Godke Veiga e Joseph A. McCahery, no exercício de suas funções, os administradores, que possuem deveres fiduciários, devem agir nos melhores interesses da companhia

explicam Eugene F. Fama e Michael C. Jensen, os *agency problems* surgem quando os administradores (os *agents*), que tomam e implementam decisões no seio empresarial, não são os credores residuais (os *principals*), não assumindo, portanto, os grandes efeitos econômicos de suas decisões¹⁵⁰.

2.2.4 *Agency conflicts*, as funções do direito societário e os *agency costs*

O direito societário, segundo John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, culmina em ter duas funções diferentes, mas complementares e bastante importantes¹⁵¹. Serviria, em primeiro lugar, para estabelecer regramentos relacionados à estrutura das sociedades propriamente ditas e à sua manutenção¹⁵². Em segundo lugar, serviria para tentar resolver ou mitigar os problemas relacionados aos conflitos de interesses – inclusive no que diz respeito aos *agency conflicts* - existentes entre aqueles que transitam pela órbita societária¹⁵³. Esta última função é

que administram, por delas serem *agents* e sempre terem a oportunidade de agir em desacordo com os seus interesses. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 619. Lucian Arye Bebchuck e Jesse M. Fried ensinam que os administradores comumente utilizam os poderes que lhes foram atribuídos para se beneficiarem pessoalmente, o que pode ocorrer, por exemplo, por meio da “construção de impérios” (*empire building*), o que lhes dará maiores poderes e influência sobre terceiros, ou, ainda, ao entrincheirarem-se (*entrenched management*) em suas posições, tornando difícil a remoção de seus cargos, mesmo em caso de mau desempenho empresarial. BEBCHUCK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, 2003, pp. 71-72.

¹⁵⁰ FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 304.

¹⁵¹ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29.

¹⁵² ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29. AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 433.

¹⁵³ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29. AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 433. WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 188.

a que mais interessa a este trabalho, notadamente nas sociedades empresárias que se financiam via mercado de capitais¹⁵⁴.

Especificamente no que diz respeito aos administradores, que são *agents* das sociedades que administram (e, sob a ótica econômica, o seriam também em relação aos sócios)¹⁵⁵, há sempre a possibilidade de agirem, por exemplo, de maneira pouco diligente ou, ainda, oportunisticamente, sem levar em consideração os interesses de quem os contrata¹⁵⁶.

Em um mundo ideal, não existiria assimetria de informações e os custos para lidar adequadamente com os *agency conflicts* seriam inexistentes ou pouco relevantes. Contudo, como alerta Olliver E. Williamson, se o estudo da física sem levar em conta a fricção pode ser visto como verdadeiro distanciamento da realidade, o

¹⁵⁴ No âmbito societário, os conflitos de agência podem surgir, mesmo que de maneira mais fraca, também em sociedades cujos administradores sejam os próprios sócios. Os problemas de agência tendem a aumentar, contudo, nas sociedades em que os administradores não sejam os próprios sócios, por haver maior distanciamento entre as duas funções, o que pode levar ao aumento da assimetria informacional. Logo, nas companhias abertas tal problema tende a ser o mais acentuado. V., neste sentido, GAYNOR, Martin ; KLEINDORFER, Paul R. Misperceptions, equilibrium, and incentives in groups and organizations. *In*: BAMBERG, Günter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and inventives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986, p. 403.

¹⁵⁵ Para Robert C. Clark, contudo, sob a ótica do direito, os administradores não são geralmente considerados *agents* dos investidores (tanto os de dívida quanto os de capital). Ademais, para o referido autor, os diretores seriam *agents* da própria sociedade anônima, enquanto os membros do conselho de administração, como maior órgão da administração da sociedade, não seriam *agents* dos acionistas, mas teriam função *sui generis*. Por fim, mesmo que os diretores e membros do conselho de administração não sejam vistos como *agents* dos acionistas, terão deveres fiduciários em relação à sociedade anônima e seus acionistas. CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 56. É importante ressaltar que a visão do referido autor refere-se ao direito americano, não ao brasileiro.

¹⁵⁶ PINTO, Arthur R; BRANSON, Douglas M. **Understanding corporate law**. 3. ed. New Providence: LexisNexis, 2009, p. 215. GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 649. Note-se que Olliver E. Williamson, utiliza palavras duras para explicar o oportunismo praticado pelo *agent* (ao afirmar que não é mera busca – honesta - do que considera ser o melhor para si): “[o]pportunism, however, is more than simple self-interest seeking. It is self-interest seeking with guile: agents who are skilled at dissembling realize transactional advantages. Economic man, assessed with respect to his transactional characteristics, is thus a more subtle and devious creature than the usual self-interest seeking assumption reveals”. WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarquies**. New York: Free Press, 1975, p. 255. Em outra oportunidade, o referido autor continua seu pensamento: “[b]y opportunism I mean self-interest seeking with guile. This includes but is scarcely limited to more blatant forms, such as lying, stealing, and cheating. Opportunism more often involves subtle forms of deceit. Both active and passive forms and both ex ante and ex post types are included”. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 47.

mesmo pode ser dito em relação aos *agency conflicts* e os *agency costs*¹⁵⁷. Tais custos, logicamente, não são desprezíveis¹⁵⁸. Assim, como Michael C. Jensen ensina, seria praticamente impossível assegurar que os *agents* tomem decisões que adequadamente levem em consideração os interesses dos *principals a custo zero*¹⁵⁹.

O comportamento de administradores enquanto *agents* pode, ao menos em tese, ser completamente regado por meio de contratos¹⁶⁰. Tais contratos, logicamente, teriam de ser abrangentes e tratar de todos os aspectos relacionados às condutas dos administradores em relação aos negócios empresariais sob sua responsabilidade¹⁶¹. Mas emergem, desta ideia, dois problemas importantes. Em primeiro lugar, da mesma maneira que seria impossível, a *custo zero*, assegurar que os *agents* tomem decisões que levem em consideração os interesses dos *principals*, os dispêndios para preparação e negociação de contratos abrangentes estariam longe de ser desprezíveis, o que, em boa parte, inviabiliza a utilização de tais instrumentos jurídicos¹⁶². Em segundo lugar, seria muito difícil conseguir redigir contratos absolutamente completos, pois muitas situações seriam simplesmente impossíveis de serem previstas, algo que decorre da racionalidade limitada (*bounded rationality*) anteriormente vista; logo, tais contratos são essencialmente incompletos, cabendo às

¹⁵⁷ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 19.

¹⁵⁸ EASTERBROOK, Jonh H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984, p. 542.

¹⁵⁹ JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard Universit Press, 2003, p. 86. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 328. SITKOFF, Robert. The economic structure of fiduciary law. **Boston University Law Review**, v. 91, n. 3, May 2011, pp. 1040-1041.

¹⁶⁰ HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988, pp. 121-122.

¹⁶¹ HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988, p. 121-122.

¹⁶² HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988, pp. 121-123.

regras de governança lidar com o comportamento dos administradores enquanto *agents*¹⁶³.

Henry Hansmann divide os *agency costs* em duas categorias distintas, a saber, (i) os custos voltados para o monitoramento propriamente dito e (ii) aqueles relacionados ao oportunismo dos administradores, que resulta da falha em monitorar eficientemente tais agentes econômicos¹⁶⁴. Michael C. Jensen acrescenta, ainda, (i) os custos relacionados à criação e estruturação de contratos entre *agents* e *principals*, bem como (ii) perdas residuais (ocasionadas pelo comportamento inadequado dos administradores)¹⁶⁵⁻¹⁶⁶.

Note-se, entretanto, que um dos principais desafios de se estruturar uma boa relação entre *principals* e *agents* é justamente de reduzir ao máximo os *agency costs*¹⁶⁷. Já se sabe que é muito difícil determinar *ex ante* de maneira adequada o

¹⁶³ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 178. GORDON, Jeffrey N. The mandatory structure of corporate law. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, 1989, p. 1592. HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988, p. 123.

¹⁶⁴ HANSMANN, Henry. **The ownership of the enterprise**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996, pp. 35-36.

¹⁶⁵ JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2003, p. 86. V., no mesmo sentido, FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 304, que afirmam que *agency costs* incluem "(...) the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests. Agency costs also include the value of output lost because the costs of full enforcement of contracts exceed the benefits".

¹⁶⁶ Segundo Michael C. Jensen e William H. Meckling, *agency costs* podem também existir em casos em que os interesses das partes não sejam necessariamente antagônicos. Assim, em situações em que as partes envolvidas deveriam cooperar, podem nascer *agency costs*. Como exemplo, os referidos autores citam a preparação do trabalho acadêmico por eles escritos, em que claramente não há "delegação", mas, mesmo assim, o comportamento das partes pode fazer emergir *agency costs*. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p. 309.

¹⁶⁷ PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 3).

comportamento dos administradores. Por isso, espera-se que o direito possa servir como poderoso instrumento de redução de *agency costs*¹⁶⁸.

John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman ensinam que as regras e os procedimentos que ampliam as obrigações de transparência ou que facilitam a propositura, pelos *principals*, de ações contra os *agents* para exigir o cumprimento pleno da lei, são exemplos de situações em que o direito pode servir como instrumento de redução de *agency costs*¹⁶⁹. Contudo, os referidos autores aduzem, tais mecanismos jurídicos que tentam limitar a possibilidade de os *agents* explorar negativamente seus respectivos *principals*, podem, paradoxalmente, beneficiar aqueles tanto quanto – ou até mais – que estes, notadamente quando este está disposto a oferecer maior remuneração àquele pelo desempenho que seja honesto e de alta qualidade¹⁷⁰.

Já se sabe que é muito difícil determinar *ex ante* de maneira detalhada o comportamento dos *agents*. Não obstante, existem várias técnicas para se tentar fazer que os *agents* venham a tomar decisões de maneira a levar em consideração os interesses dos *principals*¹⁷¹. Tais técnicas geralmente não são utilizadas isoladamente

¹⁶⁸ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30.

¹⁶⁹ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 30.

¹⁷⁰ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 30-31. Os referidos autores exemplificam: no âmbito societário, normas que protegem credores do comportamento oportunístico das sociedades deveriam levar à redução de taxas de juros bancários que tais entes devem pagar em empréstimos, o que beneficia tanto as empresas quanto os credores (já que o risco de emprestar dinheiro é reduzido proporcionalmente). Da mesma maneira, explicam os referidos autores, restrições legais que dificultem os acionistas controladores de expropriar minoritários devem levar ao aumento do preço de venda de ações para não controladores, assim como ter como consequência a redução do custo de capital para as próprias sociedades. Por fim, normas inibitórias da prática de *insider trading* por administradores devem aumentar a remuneração que os acionistas estejam dispostos a pagar a diretores e conselheiros de administração. Em suma, informam os referidos autores, a redução dos *agency costs* tende a ser de interesse tanto para os *principals* quanto para os *agents*.

¹⁷¹ SITKOFF, Robert. The economic structure of fiduciary law. **Boston University Law Review**, v. 91, n. 3, May 2011, p. 1039-1049.

e, como apontado acima, apoia-se no direito enquanto instrumento de redução de *agency costs*¹⁷².

2.3 AGENCY COSTS E ESTRATÉGIAS LEGAIS PARA REDUZÍ-LOS

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de (i) *regras precisas* que determinem serem ilegais determinados comportamentos precisamente delineados, ou (ii) *padrões abertos* (ou *standards*), que deixam a determinação exata se houve (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que tomará decisão *ex post*¹⁷³.

2.3.1 Regras precisas versus padrões abertos¹⁷⁴

Segundo Isaac Ehrlich e Richard A. Posner, o grau de precisão ou de especificidade das regras contidas em uma lei poderá determinar a eficiência em

¹⁷² PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 3..

¹⁷³ BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, pp. 22-23.. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 626-633. ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

¹⁷⁴ Não se pretende, aqui, discutir os institutos jurídicos de “norma”, “regra”, “cláusulas gerais” ou “conceito jurídico indeterminado”, pois este não é o intuito deste capítulo. O que se pretende, aqui, é somente fazer análise da eficiência econômica da regulação de determinadas atividades humanas.

atingir os objetivos esperados¹⁷⁵. Assim, os referidos autores explicam, para evitar que as pessoas dirijam muito rapidamente, o legislador pode escolher entre criar um limite claro e objetivo de velocidade ou somente indicar que seria ilegal conduzir de maneira irrazoável¹⁷⁶. A escolha entre um e outro (ou algum ponto intermediário entre ambos) gerará um conjunto único de custos e benefícios¹⁷⁷. Via de regra, quão mais precisas forem as regras *ex ante*, menor espaço haverá para interpretação *ex post*; já em relação aos padrões abertos de comportamento (os *standards*), que possuem baixo grau de precisão, haverá maior margem de manobra para apreciação posterior¹⁷⁸. Para Louis Kaplow, a distinção entre regras precisas e padrões abertos encontra-se justamente na quantidade de esforços a serem empreendidos para que se determine

¹⁷⁵ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 257.

¹⁷⁶ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 257. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 559-560.

¹⁷⁷ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 257. Os referidos autores chamam as regras precisas de “rules” e os padrões abertos de “standards”. Os autores adicionam que “[t]o facilitate exposition, we will sometimes treat the specificity-generalty continuum as if it were a dichotomy between ‘rules’ and ‘standards.’ The term ‘standard’ denotes in our usage a general criterion of social choice; efficiency (and its counterpart in legal terminology, such as reasonableness) is an example. A standard indicates the kinds of circumstances that are relevant to a decision on legality and is thus open-ended. That is, it is not a list of all the circumstances that might be relevant but is rather the criterion by which particular circumstances present in a case are judged to be relevant or not. In an automobile collision case governed by the negligence standard these circumstances would be the speed and weight of the vehicle, their design, the time of the day, the layout of the highway, the weather, and any other factors that might affect the question how the sum of the expected accident costs and the accident-avoidance costs could have been minimized. A rule withdraws from the decision maker’s consideration one or more of the circumstances that would be relevant to decision according to a standard. Suppose that if it is proved that the following car in a rear-end collision was driving within 100 feet of the preceding car, the driver of the following car will be liable for the costs of the accident. This is a rule rather than a standard because, were the case to be decided under the general negligence standard, other circumstances besides the ability of the driver of the preceding car to avoid stopping short. The simplest kind of rule, then, take the form: if X, then Y, where X is a single, simple, determinate fact (e.g., the car’s speed) and Y is a definite, unequivocal legal consequence - a judgment of liability or nonliability – that follows directly from proof of X (e.g., drive has violated traffic code.) It should be clear, therefore, that we are using the term ‘rule’ in a somewhat special sense; ‘general rule’ would be a contradiction in our usage. The difference between a rule and a standard is a matter of degree - the degree of precision.”

¹⁷⁸ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 560.

o conteúdo de tais normas, de maneira a fazer que os indivíduos adotem determinado padrão de comportamento¹⁷⁹.

É importante ressaltar que as regras precisas e os *standards* podem interagir entre si¹⁸⁰. Como alertam Isaac Ehrlich e Richard A. Posner, padrões abertos podem influenciar e ser importantes para ajudar a determinar o conteúdo de regras precisas¹⁸¹. Com efeito, uma vez enunciados os critérios amplos por meio de um padrão aberto, as minúcias poderão ser positivadas em regras precisas¹⁸². Note-se, contudo, que tal interação não necessariamente ocorrerá - ou seja, um padrão aberto não necessariamente influenciará regras precisas -, e os referidos autores citam dois exemplos para demonstrar isso¹⁸³. No primeiro, a área do direito chamada de “*torts*” no *common law*, ou responsabilidade civil, teria várias regras precisas extraídas de políticas sociais (na forma de padrões abertos) facilmente compreensíveis; já no segundo, regras precisas voltadas para o estado de bem-estar social seriam normalmente decorrentes de brigas políticas, não do detalhamento de padrões abertos¹⁸⁴.

2.3.2 Motivos *versus* justificativas técnicas

¹⁷⁹ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 560.

¹⁸⁰ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 561.

¹⁸¹ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 260.

¹⁸² EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974 p. 260. Um exemplo dado pelos referidos autores auxilia na compreensão desta afirmação: se o padrão aberto que rege acidentes automobilísticos fosse diferença salarial (no lugar de eficiência), as normas referentes aplicáveis seriam bem diferentes do que são hoje.

¹⁸³ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 260.

¹⁸⁴ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 260.

O que se extrai disso, em primeiro lugar, é que a legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas¹⁸⁵. Em segundo lugar, torna-se necessário escolher *ex ante*, com base em tais justificativas técnicas, quais são os objetivos esperados da legislação, inclusive para que se possa verificar, *ex post*, se foram atingidos¹⁸⁶⁻¹⁸⁷⁻¹⁸⁸. No caso específico do direito societário, as justificativas técnicas, segundo Gregor Bachman *et al*, devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos¹⁸⁹, e (ii) reduzir

¹⁸⁵ BACHMANN, Gregor *et al*. **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 15. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 621-622. Para Robert Baldwin, Martin Cave e Martin Lodge, *motivos* para edição de normas não se confundem com *justificações técnicas*. Os motivos podem ser dos mais variados – por exemplo, podem decorrer da influência econômica de entes com poder financeiro elevado, bem como ser fruto de influência em setores regulados. BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 15.

¹⁸⁶ OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Proceedings from the OECD expert meeting on regulatory performance: ex post evaluation of regulatory policies**. Paris, 2003, p. 5.

¹⁸⁷ Além da escolha das justificativas técnicas que deve ser adotada como uma boa prática legislativa, nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, por exemplo, tornou-se obrigatório levar-se a cabo estudo prévio de impacto regulatório para avaliar propostas legislativas, prestando-se especial atenção aos custos e benefícios esperados. V., neste sentido, BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, pp. 315-316.

¹⁸⁸ Não se deve confundir as justificas técnicas aqui apontadas como as funções do direito societário anteriormente apontadas (estabelecer regramentos relacionados à estrutura das sociedades propriamente ditas e à sua manutenção; e tentar resolver ou mitigar os problemas relacionados aos conflitos de interesses).

¹⁸⁹ . BACHMANN, Gregor *et al*. **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014, p. 14.

comportamento oportunístico¹⁹⁰. Tais justificativas técnicas estão inter-relacionadas¹⁹¹⁻¹⁹².

Com efeito, o comportamento oportunístico é problemático para a economia como um todo e pode levar a índices menores de desenvolvimento¹⁹³. A tentativa de

¹⁹⁰ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation.** [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 14. GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos.** São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621.

¹⁹¹ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos.** São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 621.

¹⁹² Um exemplo claro recentemente visto no Brasil de *motivo* sem qualquer embasamento em *justificativa técnica* para propositura de legislação é o Projeto de Lei 1.498/20, que pretende suspender “as atividades do mercado de ações, títulos ou valores mobiliários, em território brasileiro por 120 dias, em caráter excepcional, como medida restritiva para conter disseminação pandêmica da enfermidade COVID-19”. Segundo o arrazoado trazido na apresentação do referido projeto de lei (que, apesar de ser chamado de “justificativa” no próprio documento, não se pode considerar propriamente *justificativa técnica* como acima delineada), o que se pretende é “[c]onter a tendência de queda desenfreada dos ativos em negociação, sendo esta tendência causada majoritariamente por movimentos de especulação que provavelmente já não correspondem à realidade econômica do país, podendo retroalimentar o pânico em torno de uma paralização brutal da economia brasileira – sendo que ainda não se apurou a real dimensão dos efeitos das medidas de contenção para economia”. Ademais, o referido arrazoado ainda diz que “[a] pujante necessidade de devotar todos os reforços a superar a pandemia de covid-19, preservando a vida dos operadores e demais trabalhadores do mercado financeiro, que também devem permanecer em casa para evitar contaminarem a si mesmos e a outras pessoas”. Em primeiro lugar, não há qualquer embasamento científico apontado no arrazoado no sentido de que, se o mercado bursátil for fechado por 120 dias, ao abrir, o pânico terá se dissipado. Ao contrário, tal ingerência estatal pode ter justamente o efeito oposto, pois os agentes de mercado entenderão que novas tentativas de intervenção estatal poderão acontecer a qualquer momento, o que certamente afastará muitos investidores e esvaziará os pregões. São feitas meras conjecturas quando, na verdade, prova hábil deveria ter sido apresentada. Em segundo lugar, o outro motivo apontado, além de também não estar embasado em justificativas técnicas, parece conter falha metodológica gigantesca. Há algo não expressamente dito, mas o autor do referido projeto de lei certamente acredita que as negociações em bolsa de valores ainda sejam executadas na forma de pregão viva-voz. Contudo, os pregões viva-voz foram abolidos há mais de uma década no Brasil, tanto nos mercados que eram da antiga Bovespa, quanto nos que seriam da BM&F, sendo substituídos por foros eletrônicos de negociação. Logo, se não há pregão viva-voz, não há qualquer risco de contaminação pela mera inexistência de contato humano nas negociações e, mais uma vez, não se justifica o referido projeto de lei. Assim, fica claro que as justificativas técnicas não podem ser substituídas por meros motivos. A chance de se enveredar pelo caminho errado é bastante grande.

¹⁹³ ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior.** Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, p. 19. Segundo o referido autor, teóricos institucionalistas enfatizam que, durante boa parte da história do ser humano, o comportamento oportunístico enfraquece direitos de propriedade, o que representa verdadeiro impedimento ao desenvolvimento econômico, fazendo emergir a necessidade de serem criadas instituições que criem regras claras a serem seguidas. Ademais, aduz o autor, em uma sociedade em que a maioria dos cidadãos e o próprio governo agem oportunisticamente, há incentivos fracos para comportamento empreendedor; afinal de contas, os agentes econômicos precisam acreditar que os seus direitos de propriedade serão respeitados para

se coibir o comportamento oportunístico estaria justificada pela possibilidade de um *agent* agir exclusivamente de acordo com seus próprios interesses (ignorando os do *principal*¹⁹⁴) quando tiver tal oportunidade, o que é levado a cabo, via de regra, pela prática da mentira, da má-fé e da omissão maliciosa de informações¹⁹⁵. Índices elevados de comportamento oportunístico são raramente lidados de maneira adequada e aumentarão os *transaction costs*, o que ocasiona a perda de produtividade e a queda no rendimento de agentes econômicos¹⁹⁶.

Fica claro, assim, que as justificativas técnicas de alcançar maiores eficiência e desenvolvimento econômico, além de reduzir comportamento oportunístico, devem ter foco em reduzir os *transaction costs*¹⁹⁷. Quando indivíduos negociam contratos com o intuito de criar regras para lidar com comportamento das pessoas, é esperado que incorram em despesas, - elevadas em muitos casos¹⁹⁸. Por isso, se forem

que queiram se esforçar e correr risco. Por fim, segundo o referido autor, os agentes econômicos precisam acreditar que as regras do jogo não serão alteradas após terem feitos seus investimentos.

¹⁹⁴ Afinal de contas, como explica Stephen M. Bainbridge, os interesses do *principal* devem vir antes dos do *agent*. BAINBRIDGE, Stephen M. **Agency, partnerships & LLCs**. St. Paul: Foundation Press, 2014, p. 99.

¹⁹⁵ ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29.

¹⁹⁶ Conforme David C. Rose explica, o custo esperado do oportunismo em relação a qualquer negócio é um "*transaction cost*", que será levado em consideração por qualquer indivíduo racional durante o processo decisório celebrá-lo ou não. Para que um negócio seja mutualmente benéfico, os *transaction costs* deverão ser menores do que os ganhos esperados. Se os *transaction costs* esperados forem sobremaneira altos, haverá menos negócios, o que será economicamente prejudicial à sociedade. ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011, p. 19. Ademais, como aponta Olliver E. Williamson, o oportunismo leva à incerteza em negociações comerciais. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 49

¹⁹⁷ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 622.

¹⁹⁸ BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 21.

adequadamente pensadas e bem redigidas¹⁹⁹, a regras extraídas do direito positivado podem ser poderoso instrumento para a redução de *transaction costs*²⁰⁰.

Olliver E. Williamson explica que os *transaction costs* podem existir *ex ante* ou *ex post*²⁰¹. Enquanto aqueles estão relacionados à negociação, à confecção e à preparação prévia a uma troca econômica, estes abarcam os gastos relacionados ao que se observa após as trocas econômicas terem ocorrido, tais como as correções decorrentes da falta de alinhamento de interesses, governança e aplicação da lei²⁰².

Passa-se, agora, à análise de certas estratégias regulatórias que podem ser adotadas para obtenção de eficiência econômica e redução de *transaction costs*.

2.3.3 Estratégias regulatórias

Para a correta análise, são necessários vários passos. Em primeiro lugar, como apontado, é necessário estabelecer quais são os objetivos pretendidos. Por isso, é necessário que se determine o que pode ser considerado comportamento bom e separá-lo do que se considera ruim; o que é desejado e o que não é; como as pessoas deveriam ou não se comportar²⁰³. Como anteriormente apontado, é essencial

¹⁹⁹ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the uncorporation.** [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 5.

²⁰⁰ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism.** New York: The Free Press, 1985, p. 17.

²⁰¹ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism.** New York: The Free Press, 1985, p. 20.

²⁰² WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism.** New York: The Free Press, 1985, pp. 20-21.

²⁰³ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos.** São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 626.

ao Direito Societário que suas regras sirvam para obter elevados índices de eficiência e desenvolvimento econômico, bem como reduzir os *transaction costs*.

O próximo passo seria encontrar a forma regulatória adequada para lidar com as questões societárias a contento²⁰⁴. Para tanto, o estado pode lançar mão de diversas estratégias, e a escolha da mais adequada será crucial para que sejam obtidos resultados melhores²⁰⁵.

Em tese, várias estratégias podem estar disponíveis e coexistir, mas o legislador pode não ter acesso a todas²⁰⁶. Não obstante, mesmo que todas as estratégias existentes possam ser acessadas, o grau de êxito entre elas possivelmente não será o mesmo²⁰⁷. O grau de êxito poderá variar, pois algumas regras podem ser muito complexas, vagas ou longas, ou até mesmo por não serem adequadas, por proibirem comportamento desejado ou por permitir condutas indesejadas²⁰⁸.

A estratégia acima apontada, de se utilizar regras precisas e padrões abertos, se implementada adequadamente, pode ser bastante eficiente, notadamente se as pessoas às quais se direcionarem os comandos legais estiverem bem-informadas acerca do que é permitido ou proibido²⁰⁹. Regras precisas trazem padrões objetivos,

²⁰⁴ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 626.

²⁰⁵ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 626. BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, p. 105.

²⁰⁶ BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, pp. 223-230.

²⁰⁷ BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013, pp. 223-230.

²⁰⁸ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 627. Um exemplo de regra cujo grau de êxito será nulo é o Projeto de Lei 1.498/20, conforme apontado na nota de rodapé 192.

²⁰⁹ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, 564. EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal**

já que especificam de antemão exatamente o que é proibido ou permitido (a depender do caso), cabendo ao julgador somente verificar se os fatos ocorridos na vida real são os mesmos positivados²¹⁰. Já um padrão aberto (ou *standard*) deixará nas mãos daquele com competência para julgar o trabalho de determinar *ex post* o alcance da norma e o que é permitido ou proibido²¹¹. Resumidamente, o conteúdo exato de uma regra precisa será determinado *ex ante*, enquanto de um padrão aberto será determinado *ex post*.²¹² Resta saber se devem ser adotadas regras precisas ou padrões abertos, ou se há um ponto de equilíbrio eficiente entre ambos²¹³.

2.3.4 A configuração e a adequação de normas: regras precisas e padrões abertos (*standards*)

Regras precisas e bem-redigidas podem influenciar positivamente o comportamento humano²¹⁴. Conforme apontado por Isaac Ehrlich e Richard A. Posner, regras precisas adequadas podem desencorajar comportamento negativo e indesejado, ao mesmo tempo em que podem estimular condutas positivas e socialmente desejadas. Isso decorre da maior possibilidade de se punir atividades

of Legal Studies, v. 3, n. 1, 1974, pp. 264-266. ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reiner *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

²¹⁰ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 568.

²¹¹ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 568.

²¹² KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 568. ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reiner *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

²¹³ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 281.

²¹⁴ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 262.

indesejadas e de não se condenar ações desejadas²¹⁵. Ademais, quão mais precisa for uma regra específica, maior será a probabilidade de que os fatos indesejados sejam considerados ilegais, enquanto os desejados serão vistos como legais²¹⁶. Como consequência disso, regras precisas e bem-redigidas possibilitarão, ao menos em tese, que se reduzam o número de processos, já que as pessoas naturalmente praticarão atos socialmente desejáveis, reduzindo-se, por conseguinte, os recursos econômicos e o tempo despendidos com resolução de conflitos, representando verdadeira redução de *ex post transaction costs*²¹⁷. Caso as disputas judiciais não possam ser evitadas pela ampla utilização de regras precisas, tais normas deveriam, em tese, auxiliar a prever o resultado final dos processos, o que também pode levar a um aumento de acordos judiciais, com a consequente redução de *ex post transaction costs*²¹⁸.

Isaac Ehrlich e Richard A. Posner²¹⁹ e Joseph A. McCahery, Erik P. M. Vermeulen e Priyanka Priydershini²²⁰ explicam que, como as regras precisas são normalmente editadas antes dos precedentes jurisprudenciais, aquelas tendem a exercer maior influência sobre o comportamento humano do que estes, levando-se em conta o fato de que cada caso somente será decidido quando o Poder Judiciário for provocado, enquanto uma lei positivada se aplica a todos a partir do momento em que entra em vigor. Para Louis Kaplow, os casos trazidos à análise do Poder Judiciário

²¹⁵ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 628.

²¹⁶ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 628.

²¹⁷ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 628-629.

²¹⁸ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 628-629.

²¹⁹ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 262.

²²⁰ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unc incorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 2.

existirão, mas serão em número muito menor do que as pessoas individualmente atingidas pela regra específica positivada²²¹. Ademais, como cada feito será, via de regra, processado e julgado individualmente e não instantaneamente, a aplicação da lei em cada caso particular demorará para ocorrer, o que tende a ser ineficiente e caro²²².

Levando-se em conta que o alcance de um padrão aberto acaba por ser determinado posteriormente, muito comumente por meio de processo judicial, fica claro que os *transaction costs* correlatos tendem a ser mais elevados do que os vistos para as regras precisas²²³. Conforme Louis Kaplow explica, aqueles que são pouco versados em questões jurídicas, em boa parte, não conhecerão o alcance do Direito²²⁴. Para que sejam adequadamente educados no seu conteúdo – por exemplo, por meio da consulta a advogados – os custos serão menores em se tratando de regras precisas do que no caso de padrões abertos, já que será mais difícil fazer tal análise quando não sabe exatamente o alcance da norma jurídica²²⁵.

Há outras diferenças a serem apontadas, mas nem todas são favoráveis às regras precisas²²⁶.

²²¹ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 621-622.

²²² EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 279-281. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 621-622.

²²³ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 628-629.

²²⁴ KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 569.

²²⁵ MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 5. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 569.

²²⁶ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 629.

Quão mais precisas forem as normas, maior será o custo para serem positivadas²²⁷. Em primeiro lugar, será necessário juntar e avaliar uma grande quantidade de informações a respeito dos fatos a serem regulados²²⁸. Se os fatos forem heterogêneos, maiores serão os trabalhos e os custos²²⁹. Em segundo lugar, uma vez tenha sido determinado o escopo das novas normas, a configuração propriamente dita das regras também envolverá mais custos, que serão mais elevados caso as questões sob escrutínio sejam politicamente controversas²³⁰. Legisladores deverão, então, negociar as regras a serem adotadas²³¹. Se mais pessoas participarem nas negociações, os custos tendem a ser maiores, bem como o tempo gasto²³².

Isaac Ehrlich e Richard A. Posner ensinam que regras muito precisas podem levar a dois fenômenos distintos, mas relacionados: a “*overinclusion*” e a “*underinclusion*”²³³. Seria descolado da realidade imaginar que existe um encaixe perfeito entre os fatos e condutas a serem regulados e as regras propriamente ditas²³⁴.

²²⁷ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 279-281. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 590. MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the unincorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020, p. 5.

²²⁸ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 267-268. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 590.

²²⁹ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 267. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 563-564.

²³⁰ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 267. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, p. 609.

²³¹ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 629-630.

²³² GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 629-630.

²³³ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 267-270.

²³⁴ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 268. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME

Ademais, seria humanamente impossível prever à exaustão todas as possibilidades e circunstâncias a serem efetivamente reguladas²³⁵. Logo, é possível que algumas condutas humanas culminem por ser erroneamente proibidas (“*overinclusion*”), enquanto outras, que deveriam ser objeto de regulação, sejam ignoradas (“*underinclusion*”)²³⁶.

É bastante comum que, com o passar do tempo, as normas precisem ser revisitadas, já que a sociedade, suas necessidades e seus anseios mudam²³⁷. No que diz respeito aos padrões abertos, a obsolescência será menos problemática já que seu conteúdo é naturalmente amplo, o que dá flexibilidade suficiente para adaptação *ex post* quando houver necessidade²³⁸. Já em relação às regras precisas, contudo, por serem detalhadas, será essencial que passem, de tempos em tempos, por revisões e adaptações²³⁹.

Se a conduta a ser regulada acontecer reiteradamente na vida real, a adoção de regras precisas será adequada, já que a utilização frequente de tais normas, após a positivação, será economicamente eficiente por diluir os gastos relacionados à edição de leis e regulamentos²⁴⁰. Se, no entanto, a conduta for pouco vista, *standards*

governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 629-630.

²³⁵ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 629-630.

²³⁶ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 268. Para os referidos autores, o problema de *underinclusion* pode ser sobremaneira mitigado quando se conjugar um padrão aberto a uma norma precisa. Já a *overinclusion* pode ser remediada por meio da atribuição de poderes a uma ou mais autoridades para que possam abrir mão, em nome próprio e/ou de terceiros, da aplicação da letra da lei.

²³⁷ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 277. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 616-617.

²³⁸ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 277. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 616-617.

²³⁹ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 277. *Ibid.*, pp. 616-617.

²⁴⁰ EHRLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 616-617.

poderão ser considerados eficientes, já que a aplicação e definição do alcance de tais normas dar-se-á caso a caso, geralmente por meio de processos judiciais²⁴¹.

Agora que foram feitas observações sobre as diferenças e a eficiência econômica na adoção de regras precisas ou padrões abertos, é importante aproximá-los e aplicá-los ao direito societário²⁴². Assim, por exemplo, regras precisas e que *ex ante* regram detalhadamente o comportamento humano são muito importantes para proteger credores e investidores no mercado acionário. No contexto desses dois exemplos, regras precisas são normalmente mais adequadas para criar restrições à distribuição de dividendos, bem como para impor obrigações de transparência no mercado acionário, por exemplo²⁴³.

Já para relações e questões societárias internas e complexas, John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Mariana Pargendler entendem ser menos adequado fiar-se somente em regras precisas²⁴⁴. A explicação dada pelos referidos autores é simples: em se tratando de questões complexas, há grande chance de ocorrer o fenômeno da *underinclusion* anteriormente descrito, o que facilitaria a utilização de lacunas legais para que se coloque em risco toda a estratégia regulatória pretendida²⁴⁵. Exemplo disso seriam as negociações feitas com partes relacionadas, que, via de regra, são muito complexas para serem regidas exclusivamente por um

²⁴¹ GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 630-631. ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1294-1295.

²⁴² GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 630.

²⁴³ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 630-631.

²⁴⁴ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 630-631.

²⁴⁵ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 630-631.

conjunto exaustivo de regras precisas, restando a ampla utilização de padrões abertos²⁴⁶.

William T. Allen explora um pouco mais tal questão, especificamente em relação às companhias abertas americanas. Segundo o referido autor, os deveres fiduciários dos membros do *board of directors*²⁴⁷ de tais sociedades são muito importantes, notadamente o dever de diligência²⁴⁸. Para que tal dever seja positivado de maneira eficiente (e que assim se mantenha ao longo do tempo), não só não se deve utilizar regras precisas para detalhar seu alcance, mas também é necessário que se evite tentar determinar *ex ante*, mesmo que vagamente, o seu conteúdo, que deverá ser totalmente estabelecido *ex post* em cada caso²⁴⁹. A determinação de antemão do conteúdo do dever de diligência, segundo o referido autor, pode colocar em xeque a eficiência do texto legal. Por fim, explica o referido autor, a *business judgment rule*, que foi criada jurisprudencialmente, deve ser vista como resposta a eventuais efeitos deletérios da tentativa de se determinar de antemão o alcance do dever de diligência²⁵⁰.

Um outro aspecto importante que não pode ser esquecido é o fato de, nas companhias abertas, ser bastante comum existir, sob a ótica *econômica*, relação

²⁴⁶ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

²⁴⁷ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020. É importante notar que, apesar de terem funções semelhantes, o *board of directors* do direito americano e o conselho de administração do direito brasileiro possuem enormes diferenças estruturais a serem estudadas em outro lugar deste trabalho. Por isso, preferiu-se, aqui, usar a expressão “*board of directors*” no lugar de “conselho de administração”.

²⁴⁸ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

²⁴⁹ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

²⁵⁰ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

principal-agent entre acionistas e administradores²⁵¹. Não obstante, para que a sociedade seja adequadamente gerida, estes últimos deverão ter espaço suficiente de manobra e liberdade em relação àqueles²⁵². Para Henry G. Manne e Fred. S. McChesney, é necessário impor limites à interferência estatal e ao alcance da regulamentação, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*²⁵³. Assim, o emprego de *standards* para reger questões societárias internas e complexas em companhias abertas será, via de regra, mais adequada do que a adoção de regras precisas²⁵⁴.

Robert C. Clark faz importante diferenciação a esse respeito. Segundo o referido autor, quando se contrata, por exemplo, um prestador de serviços que seja essencialmente independente (um *independent contractor*), o pacto deveria conter regras detalhadas daquilo que se espera das partes, caso contrário poderá se interpretar não existir propriamente obrigação a ser cumprida²⁵⁵. Contudo, quando se trata de direito societário, em que os administradores possuem importantes funções imanentes, a utilização de padrões abertos é essencial e é normalmente imposta por

²⁵¹ Robert C. Clark explica que, sob a ótica essencialmente jurídica, não há relação *principal-agent* entre acionistas e administradores. CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 56.

²⁵² MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227.

²⁵³ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, p. 226-227. V., no mesmo sentido, HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

²⁵⁴ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1294-1295. Note-se, contudo, como apontado pelos referidos autores, que a *business judgment rule* não é um padrão positivado nos Estados Unidos da América, país onde surgiu. Sua origem é pretoriana e, até hoje, somente está previsto na jurisprudência.

²⁵⁵ CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 73. Note-se que, segundo o referido autor, a utilização de expressões genéricas como “razoavelmente” e “boa-fé” (que podem ser vistas como cláusulas gerais sob a ótica do direito brasileiro) não necessariamente tira força do contrato, apesar da utilização de padrões abertos.

lei²⁵⁶. Assim, neste último caso, é muito comum que a lei determine que os administradores ajam com “diligência” ou com “lealdade”, sem normalmente explicar o alcance de tais normas²⁵⁷. Logo, a utilização de regras precisas deve ser evitada e só utilizada quando necessário e adequado.

²⁵⁶ CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents**: the structure of business. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 73.

²⁵⁷ CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents**: the structure of business. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 73.

3 A BUSINESS JUDGMENT RULE: ANÁLISE PRELIMINAR

3.1 INTRODUÇÃO

Torna-se necessário, agora, iniciar a exploração da *business judgment rule*. Deve-se, a partir de agora, entender seu conteúdo, suas consequências e seus eventuais desdobramentos, bem como ela pode afetar e influenciar o comportamento de administradores.

A princípio, o exercício defeituoso das funções de administrador faz nascer obrigação de indenizar²⁵⁸. Contudo, há bastante tempo encontra-se consolidado na jurisprudência americana, notadamente no estado de Delaware, a *business judgment rule*, que opera no sentido de afastar responsabilidade e a proteger os gestores no exercício de seus cargos, especialmente em relação a companhias abertas²⁵⁹.

A proteção dada pela *business judgment rule* pode ser vista como *contraponto* aos deveres fiduciários tradicionais, já que presume serem corretas as decisões tomadas pelos administradores²⁶⁰. A proteção dada pela *business judgment rule* também resguardará os administradores que tomarem decisões impopulares em relação aos acionistas²⁶¹. Primordialmente, cabe aos administradores tomar decisões em nome da sociedade.

²⁵⁸ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, p. 524.

²⁵⁹ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, p. 255.

²⁶⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 122. V., ainda, BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 89; GORDON, Michael W. **Florida corporations manual**. New York: Matthew Bender, 2016, p. 21-3; ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, pp. 94-95.

²⁶¹ ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, pp. 94-95.

A limitação imposta à intervenção judicial decorre da própria lógica das normas de direito societário, normalmente configuradas para tentar harmonizar dois valores que competem entre si, a saber, a *autoridade* e a *responsabilidade*. Assim, são preservados os poderes decisórios (e discricionários) dos conselheiros (por meio da autoridade), de um lado, bem como a possibilidade de responsabilizá-los por suas decisões, de outro lado²⁶².

O direito traz proteções aos acionistas, notadamente com a imposição dos deveres de diligência, de lealdade e de boa-fé aos administradores e, em caso de falta de observância, poder-se-á estabelecer obrigação de indenizar.

A eficiência econômica nas decisões empresariais depende da manutenção da *autoridade* dos administradores, sem interferências constantes e indesejadas por parte de tribunais, que poderiam impor suas próprias visões ou vontades²⁶³. Assim, a *business judgment rule* coloca-se, em primeiro lugar, como regra de governança, pois determina a alocação ou atribuição de poder no seio empresarial nas mãos dos administradores. A alocação de poderes trazida pela discricionariedade intrínseca à *business judgment rule* preclui terceiros que não sejam administradores de tentar impor aquilo que entenderem ser melhor para a sociedade. Ademais, a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos.

Mesmo que não seja algo simples, a presunção trazida pela *business judgment rule* pode ser derrubada. Quando isso acontece, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá aos administradores demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas²⁶⁴. É a aplicação da chamada “*entire fairness*”. Existe um outro padrão de revisão judicial adotado pelos tribunais do estado de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, que

²⁶² BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, pp. 84-85.

²⁶³ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 123.

²⁶⁴ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62. LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-10.

não é tão rigoroso quanto a *entire fairness*²⁶⁵. Por fim, em outra situação, os tribunais podem aplicar a chamada “*compelling justification*”.

Assim, este capítulo inicia a exploração da *business judgment rule* propriamente dita, bem como de seus principais desdobramentos. Além desta introdução, este capítulo tem mais cinco partes distintas. Na próxima, é feita a primeira análise, neste trabalho, do real significado e do conteúdo da *business judgment rule*. Após, inicia-se o estudo da *entire fairness*. Na parte seguinte, o capítulo dá a primeira olhada no *enhanced scrutiny*, voltando-se, na sequência, para a *compelling justification*.

3.2 ANÁLISE PRELIMINAR DA BUSINESS JUDGMENT RULE

Administradores de sociedades²⁶⁶ anônimas tomam decisões de todos os tipos. Podem ser mais ou menos complexas, com efeitos mais ou menos duradouros. Após serem tomadas, os resultados podem ou não ser os esperados, afetando a própria companhia, seus acionistas, empregados e até a sociedade de maneira mais

²⁶⁵ SIEGEL, Mary. The problems and promise of "enhanced business judgment". **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, p. 48.

²⁶⁶ Existe discussão acerca da aplicabilidade da *business judgment rule* a diretores (comumente chamados de *officers* no direito americano), já que a referida norma lida inicialmente com o comportamento de membros do *board of directors*. Apesar da pouca jurisprudência neste sentido, aceita-se que os diretores também sejam protegidos pela referida norma, principalmente quando forem detentores de poder discricionário para conduzir os negócios empresariais. V., neste sentido, ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 111. BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, pp. 89. AMERICAN LAW INSTITUTE. **Principles of corporate governance: analysis and recommendations**. Philadelphia: American Law Institute, 1994, p. 140. SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, pp. 229-237. HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 867-870. Por este motivo, tanto os conselheiros de administração quanto os diretores serão incluídos nas análises feitas ao longo deste trabalho. Note-se que há quem critique a aplicação da *business judgment rule* aos diretores, mesmo aceitando que ela também se aplique a eles, apesar de com certas restrições. V., neste sentido, JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, p. 469.

ampla²⁶⁷. Ademais, as decisões podem ou não ser de agrado dos acionistas. Enfim, podem ou não ser de boa qualidade e, em boa parte, não são²⁶⁸. Afinal de contas, como seres humanos que são, os administradores podem cometer erros. Por isso, ao menos em tese, os administradores sujeitam-se, o tempo todo, a serem processados e terem suas decisões contestadas judicialmente.

Os administradores são obrigados a permanecer leais e agir diligentemente em relação às companhias que administram²⁶⁹. Muito comumente, o exercício defeituoso de suas funções faz nascer obrigação de indenizar²⁷⁰. Contudo, há bastante tempo encontra-se consolidado na jurisprudência (*case law*) americana relacionada ao direito societário, notadamente na do estado de Delaware, um padrão de revisão judicial²⁷¹ das decisões tomadas por administradores que opera no sentido de afastar a responsabilidade e a protegê-los no exercício do cargo, notadamente em relação a companhias abertas²⁷²⁻²⁷³. Tal padrão é conhecido como “*business*

²⁶⁷ KEAY, Andrew ; LOUGHREY, Joan. The concept of business judgment. **Legal Studies**, v. 39, n. 1, mar. 2019, p. 36.

²⁶⁸ Para Michael P. Dooley, ao menos metade das decisões tomadas por conselheiros de administração podem ser vistas como “abaixo da média”. DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 469.

²⁶⁹ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, p. 524. Como aponta Stephen M. Bainbridge, há grande controvérsia no direito americano acerca da existência de um dever fiduciário de boa-fé independente dos demais (diligência e lealdade). BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 178-181. Tal assunto será explorado adequadamente no Capítulo 7 deste trabalho.

²⁷⁰ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, p. 524.

²⁷¹ Chamado de “*standard of review*” por vários autores, dentre os quais podem ser citados, por exemplo, EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1996, p. 93; CHOPER, Jesse H; COFFEE, JR, John C; GILSON, Ronald J. **Cases and materials on corporations**. 5. ed. New York: Aspen Law & Business, 2000, p. 318; LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-4; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 11; e ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, p. 1294.

²⁷² MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, p. 255.

²⁷³ Como se verá em outra parte deste trabalho, a *business judgment rule* não se aplica somente às companhias abertas. Além disso, a *business judgment rule* não protege somente os administradores, mas também suas decisões a atribuições legais.

judgment rule”, e, hoje, é aplicado em vários outros países, inclusive no Brasil, como se verá mais adiante²⁷⁴.

Apesar de ser vista como um dos mais importantes institutos do direito societário americano, notadamente do estado de Delaware, e ter sido muito estudada e analisada²⁷⁵, a *business judgment rule* ainda causa certa confusão e permanece controvertida²⁷⁶. Em boa parte, afirma S. Samuel Arsht, a confusão existe porque *business judgment rule*, enquanto expressão idiomática, representa aspectos diferentes e parciais de tal norma pretoriana²⁷⁷. Ademais, completa o referido autor, a utilização de outros conceitos e princípios com significado amplo, tal como *gross negligence* ou *palpable overreaching* para tentar explicar seu conteúdo serve também para aumentar um pouco a confusão²⁷⁸.

Segundo Stephen M. Bainbridge, a proteção dada pela *business judgment rule* pode ser vista como *contraponto* aos deveres fiduciários tradicionais, já que presume serem corretas as decisões tomadas pelos administradores, mesmo nos casos em que, *posteriormente*, sejam consideradas absolutamente equivocadas, ou que até mesmo tenham ocasionado a derrocada da empresa²⁷⁹. A proteção dada pela

²⁷⁴ V. capítulo 10 *infra*.

²⁷⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020. SHARFMAN, Bernard S. **The importance of the business judgment rule**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>. Acesso em: 16 jul. 2020.

²⁷⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008, p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020. ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 93.

²⁷⁷ ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p.93.

²⁷⁸ ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 94.

²⁷⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 122; V., ainda, BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 89; GORDON, Michael W. **Florida corporations manual**. New York: Matthew Bender, 2016, p. 21-3; ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, pp. 94-95.

business judgment rule também resguardará os administradores que tomarem decisões impopulares em relação aos acionistas²⁸⁰. Por isso, o referido autor defende que a *business judgment rule* não seja propriamente um padrão de revisão de decisões de administradores, mas norma pretoriana que determina que o Poder Judiciário *abstenha-se* de rever as deliberações tomadas por tais gestores no seio empresarial²⁸¹. Para ele, a presunção protetiva criada pela *business judgment rule* nem mesmo permitiria revisar decisões administrativas em caso de descumprimento do dever de diligência, apesar de tal entendimento não ser, hoje, totalmente seguido pela jurisprudência, notadamente de Delaware²⁸². Logo, a *business judgment rule* é, antes de tudo, uma regra de governança.

Lori McMillan vai um pouco além e afirma que a *business judgment rule* dá verdadeira *imunidade* aos administradores²⁸³. Para a referida autora, a *business judgment rule* isola os administradores da responsabilidade relacionada às suas decisões empresariais, desde que os requisitos para sua aplicação sejam vistos. Assim, os tribunais simplesmente não analisarão o conteúdo das decisões dos administradores por haver imunidade. Note-se, contudo, que, para a autora, a imunidade oriunda da *business judgment rule* deve se alegada pelos conselheiros em sede de defesa, cabendo ao Poder Judiciário decidir aplicá-la ou não, a depender dos fatos alegados do caso²⁸⁴.

²⁸⁰ ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, pp. 94-95.

²⁸¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004, p. 5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020.

²⁸² BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 94. O referido autor explica que a jurisprudência que passou a permitir a revisão de decisões administrativas com base no descumprimento do dever de diligência (ou seja, não se aplicando a *business judgment rule*) representa colocar “a carroça na frente dos bois”, pois inverteria equivocadamente sua lógica de aplicação.

²⁸³ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

²⁸⁴ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

Para Henry G. Manne e Fred S. McChesney, a limitação da responsabilidade dos conselheiros é um aspecto importante da *business judgment rule*, sem, todavia, ser o mais relevante. A importância maior de tal regra reside no fato de impor limites à intervenção estatal nas atividades e decisões empresariais²⁸⁵. Assim, *business judgment rule* seria longa e justamente por restringir a intervenção judicial *indesejada* e desnecessária nos negócios²⁸⁶. Afinal, como ensina Stephen A. Radin, citando a decisão de lavra da *Court of Chancery* de Delaware no caso *Gagliardi v. TriFoods International*²⁸⁷, intervenções estatais constantes, principalmente para impor responsabilidade aos administradores, os tornaria muito conservadores, o que vai contra a lógica empresarial de assumir elevado grau de risco. Como os administradores de companhias abertas normalmente possuem poucos direitos residuais em relação às sociedades que dirigem, com possibilidades limitadas de ganho de *upside*, eventual assunção pessoal dos riscos da empresa levaria à disjunção entre risco e retorno e à possibilidade de efeitos indesejados²⁸⁸.

Tais ideias são complementadas pelo pensamento de William T. Allen, Jack B. Jacobs e Leo E. Strine, que ensinam que a *business judgment rule* tem outra importância. Segundo os referidos autores, a *business judgment rule* passou a servir como ponto focal dos diversos padrões de revisão de decisões tomadas por administradores, notadamente a partir do ano de 1985, no Estado de Delaware, representando *elemento agregador* na interpretação da lei e aumento da segurança jurídica²⁸⁹.

²⁸⁵ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227.

²⁸⁶ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, p. 227.

²⁸⁷ 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87.

²⁸⁸ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 32-33.

²⁸⁹ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1293-1294.

A limitação imposta à intervenção judicial, explica Stephen M. Bainbridge²⁹⁰, com base nos ensinamentos de Michael P. Dooley²⁹¹, decorre da própria lógica das normas de direito societário, normalmente configuradas para tentar harmonizar dois valores que competem entre si, a saber, a *autoridade* e a *responsabilidade*. Assim, continua o referido autor, são preservados os poderes decisórios (e discricionários) dos conselheiros (por meio da autoridade), de um lado, bem como a possibilidade de responsabilizá-los por suas decisões, de outro lado²⁹². Apesar de academicamente ser dada grande ênfase à segunda (o que decorre da necessidade de se impedir comportamento intencionalmente inadequado), a responsabilização, por si só, segundo o referido autor, seria insuficiente como estratégia normativa adequada para o direito societário²⁹³.

Com efeito, como explicado no capítulo anterior e com base nos ensinamentos de Ronald H. Coase, a existência e utilização da empresa enquanto ente centralizador da atividade econômica justificam-se pela redução de *transaction costs* normalmente encontrados em operações cursadas livremente no mercado, por meio do *price mechanism*²⁹⁴. Assim, os custos relacionados à descoberta de preços, à organização e negociação de contratos e à manutenção de relacionamentos de longo prazo, justificam a utilização da empresa para organizar a atividade econômica²⁹⁵. Como também discutido no capítulo anterior, os contratos são essencialmente incompletos, notadamente pela existência de racionalidade limitada (*bounded rationality*), o que basicamente torna impossível que os pactos para reger

²⁹⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, pp. 84-85.

²⁹¹ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 467-470.

²⁹² BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, pp. 84-85.

²⁹³ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004 p. 84-85.

²⁹⁴ COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937, p. 387.

²⁹⁵ COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937, pp. 388-391.

as atividades dos administradores contenham todas as regras necessárias para lidar com todas as situações²⁹⁶.

Em decorrência disso, é indispensável que, no dia a dia das atividades empresariais, os administradores tenham liberdade suficiente para tomar decisões empresariais a qualquer momento²⁹⁷. É essencial possuírem espaço de manobra para se adaptarem e resolverem problemas tão logo apareçam²⁹⁸. Por isso, necessitam de poder discricionário amplo para constantemente agir e tomar toda sorte de decisões (das menos às mais importantes e complexas) em nome da sociedade que representam²⁹⁹. Como a mera atribuição de responsabilidade (com a respectiva obrigação de indenizar) normalmente não será suficiente³⁰⁰, e os contratos para lidar com o comportamento de administradores são essencialmente incompletos, torna-se mister a adoção de estrutura de governança que, ao mesmo tempo, dê liberdade para agir e sirva como guia para os tais administradores na condução dos negócios empresariais.

A este respeito, é importante trazer, aqui, o ensinamento de Michael P. Dooley³⁰¹. Para ele, existem dois “modelos de governança”, um baseado em *autoridade* e outro em *responsabilidade*. No primeiro, em que os conselheiros possuem enorme poder discricionário (mas que, por questão de ordem prática, acaba, em boa parte, a ser delegado aos “*officers*”, algo permitido no direito americano),

²⁹⁶ WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarquies**. New York: Free Press, 1975, pp. 21-22. WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985, p. 178. GORDON, Jeffrey N. The mandatory structure of corporate law. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, 1989, p. 1592. HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988, p. 123.

²⁹⁷ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 465-466.

²⁹⁸ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, pp. 465-466.

²⁹⁹ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, pp. 465-466.

³⁰⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 85.

³⁰¹ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 467-470.

verdadeira *autoridade suprema* (“*supreme authority*”, nas palavras do próprio autor), há pouca preocupação em responsabilizá-los, já que o mais interessante é que tenham poderes amplos para condução dos negócios empresariais. Aos acionistas, resta muito pouco (por exemplo, votar em determinados casos, conforme determinado em lei ou nos estatutos sociais). Tal situação, continua o referido autor, muito dificilmente acarretará decisões que levem primordialmente em consideração os interesses dos acionistas (até mesmo por estes não possuírem muito poder para influenciar as escolhas feitas pelos conselheiros), por possivelmente faltar alinhamento de interesses. Por tal motivo, o direito deve proporcionar outros mecanismos para lidar com tal situação. Assim, complementa o referido autor, o direito traz proteções adicionais aos acionistas, notadamente com a imposição dos deveres de diligência, de lealdade e de boa-fé aos administradores e, em caso de falta de observância, poder-se-á impor obrigação de indenizar. Um outro aspecto que o referido autor ressalta relaciona-se ao “oportunismo” observado no comportamento dos administradores: eventual punição aplicada pelos tribunais será mais severa se a conduta promover ganho para o próprio administrador; como consequência, os tribunais tenderão a ser mais lenientes quando ocorrer falha no cumprimento do dever de diligência e mais severos quando se descumprir o dever de lealdade³⁰².

Não obstante, tanto Stephen M. Bainbridge³⁰³ quanto Michael P. Dooley³⁰⁴ entendem que o único meio de se assegurar eficiência econômica nas decisões empresariais é por meio da manutenção da *autoridade* dos administradores, evitando-se interferências constantes e indesejadas por parte de tribunais, que poderiam impor

³⁰² Conforme alertam William T. Allen, Jack B. Jacobs e Leo E. Strine, até o início da década de 1980, havia, na jurisprudência de Delaware, forte presunção de que os conselheiros exerciam plenamente o dever de diligência. Assim, era muito raro que os conselheiros fossem condenados com base em descumprimento exclusivo de tal dever. Normalmente, servia para corroborar casos em que se discutia descumprimento de dever de lealdade ou o cometimento de “*constructive fraud*” (fraude por equiparação) contra a sociedade ou seus acionistas minoritários. A partir de 1985, contudo, a visão dos tribunais do Estado de Delaware mudou razoavelmente no sentido de punir com base no descumprimento exclusivo do dever de diligência. Assim, o dever de diligência passou de um conceito pouco lembrado para posição de maior importância. ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1290-1291.

³⁰³ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 85.

³⁰⁴ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

suas próprias visões ou vontades³⁰⁵. Um sistema jurídico tendente a permitir interferências regulares e constantemente referendadas pelo Poder Judiciário, notadamente para facilitar que os sócios continuamente contestem decisões tomadas pelos administradores, colocaria em xeque o modelo de *autoridade*, ocasionando a substituição da vontade dos referidos gestores pela de terceiros, principalmente a dos acionistas³⁰⁶. Isto, na prática, representaria importante mudança no sistema de poder das companhias, mas não necessariamente a solução para qualquer problema³⁰⁷. Além do mais, parece ser pouco salutar que o Poder Judiciário altere retrospectivamente as decisões empresariais tomadas com base em fatos, especificidades e experiências que não estarão na frente do órgão julgador no momento de decidir o caso³⁰⁸. Ademais, independentemente da formação (acadêmica ou profissional) dos membros do Poder Judiciário, é bastante aceita a visão de que juízes, em geral (mas, logicamente, sujeito a exceções), não possuem conhecimento técnico suficiente para avaliar o conteúdo e o mérito das decisões empresariais³⁰⁹. Via de regra, o Poder Judiciário deve abster-se de entrar no mérito da decisão tomada pelos administradores³¹⁰. Enfim, uma vez tomada a decisão no seio da empresa pelos administradores, a revisão judicial será a exceção.

A *business judgment rule* deixa claro que, exceto pelos casos de descumprimento de deveres fiduciários ou falta de propósito negocial racional, as

³⁰⁵ Robert C. Clark coloca de maneira muito simples: “[i]n a sense, the business judgment rule is just a corollary of the usual statutory provision that it is the directors who shall manage the corporation”. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 123.

³⁰⁶ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470

³⁰⁷ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

³⁰⁸ JOHNSON, Lyman P Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, pp. 457-458. GERNER-BEUEERLE, Carsten ; SCHUSTER, Edmund-Philipp. The evolving structure of director's duties in Europe. **European Business Organization Law Review**, v. 15, n. 2, June 2014, pp. 203-204.

³⁰⁹ HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law**: searching for the optimal balance by understanding that the world is not. [S.l.]: [s.n.], 2017, p. 15. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020. V. neste sentido, *Prod. Res. Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772, 777 (Del. Ch. 2004).

³¹⁰ JOHNSON, Lyman P Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, p. 452.

decisões tomadas pelos administradores não serão substituídas pela vontade de outras pessoas. Mas, mais do que isso, a *business judgment rule* evita que os administradores tenham aversão ao risco, que é essencial à atividade empresarial. Afinal de contas, administrar é obrigação de meio, não de resultado.

Como salientam Lawrence A. Hamermesh e Leo E. Strine Jr., a lei societária do Estado de Delaware, em relação aos administradores (enquanto detentores de deveres fiduciários), tem como linhas mestras (i) dar-lhes ampla autoridade para serem criativos, assumir riscos e cometer erros, desde que os seus interesses estejam alinhados com os dos acionistas, mas (ii) quando houver suspeita de que exista algum tipo de conflito de interesses, todo o arsenal de responsabilização pessoal poderá ser utilizado, de maneira a proteger os sócios (que podem facilmente ser explorados)³¹¹.

Por este motivo é que as decisões dos administradores, na grande maioria das vezes, são regidas por padrões abertos (*standards*) e não por regras precisas³¹². Desta maneira, é possível adotar regime jurídico economicamente eficiente às sociedades empresárias³¹³. Associado a isso, é essencial para a eficiência econômica que sejam impostos limites aos poderes de revisão judicial das decisões tomadas por administradores³¹⁴.

3.2.1 A *business judgment rule* propriamente dita

³¹¹ HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law**: searching for the optimal balance by understanding that the world is not. [S.l.]: [s.n.], 2017, p. 1. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

³¹² Sobre as regras precisas e os padrões abertos (*standards*), V. item 2.3.4.

³¹³ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 84-85.

³¹⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, pp. 84-85.

A alocação de poderes trazida pela discricionariedade intrínseca à *business judgment rule* impede que terceiros que não sejam administradores tentem impor aquilo que entendam ser melhor para a sociedade. Já enquanto regra que cria presunção protetiva, os administradores estarão salvaguardados de eventuais condenações de reparação de danos³¹⁵. Segundo a referida regra pretoriana, os administradores não terão suas decisões revistas judicialmente e não lhes será imputada responsabilidade de indenizar³¹⁶. A proteção que é dada aos administradores decorre da presunção de que suas decisões no seio empresarial são corretas e adequadas³¹⁷. Stephen A. Radin explica que a presunção criada pela *business judgment rule* que os administradores são cumpridores de seus deveres fiduciários está no âmago do direito societário³¹⁸. Tal presunção, continua o referido autor, é poderosa, forte e substancial, não aparecendo como mera alegação feita em sede de defesa³¹⁹.

³¹⁵ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, pp. 123-124.

³¹⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 122. Note-se que, como bem adverte Mariana Pargendler, a seção 10 (b) (7) da lei societária que rege as *corporations* no Estado de Delaware, autoriza a adoção de cláusula estatutária excludente da responsabilidade dos administradores em relação ao dever de diligência. Tal fato, segundo a referida autora, valida a ideia de que um regime austero e que facilmente leve à imputação de responsabilidade aos administradores provavelmente deixaria de atender os interesses dos acionistas; as cláusulas estatutárias que exoneram os administradores, aprovadas nos termos da seção 102 (b) (7) da *Delaware General Corporation Law*, foram adotadas por inúmeras companhias constituídas no referido estado, bem como deu início a um fluxo de companhias que para lá transferiram seus atos societários constitutivos. A referida autora alerta, contudo, que tal regra proíbe a exclusão de responsabilidade em caso de violação do dever de lealdade à companhia e aos seus acionistas, bem como “por atos e omissões que não sejam de boa-fé ou que envolvam mau-comportamento intencional ou violação consciente da lei”. REBELO, Nikolai Sosa. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, pp. 51-74.

³¹⁷ GORDON, Michael W. **Florida corporations manual**. New York: Matthew Bender, 2016, p 21-6.

³¹⁸ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 40-42.

³¹⁹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 40-42.

A *business judgment rule* não será aplicada, por exemplo, em caso de descumprimento dos deveres de diligência e lealdade, ou caso se constate fraude ou cometimento de atos ilegais^{320 321}.

A proteção dada pela *business judgment rule* tem outra característica importante, de natureza procedimental: coloca sobre os ombros de quem pretenda alegar o descumprimento de deveres fiduciários por parte dos administradores o fardo de criar tese plausível que o demonstre³²². Quando a discussão gira em torno do dever de diligência, o autor da ação deverá alegar fatos suficientes que a conduta do administrador equivalha a *gross negligence*³²³⁻³²⁴. A principal régua para se medir se é caso ou não de *gross negligence* encontra-se no caso *Smith v. Van Gorkom*³²⁵, segundo o qual os administradores devem educar-se por completo em relação às informações que possam ser relevantes para a formação do convencimento e tomada

³²⁰ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 124.

³²¹ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 124.

³²² LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-5. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-6. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 2-3. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, pp. 128-129.

³²³ LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-5.

³²⁴ *Negligence*, Segundo Bryan A. Garner, significa “[t]he failure to exercise the standard of care that a reasonably prudent person would have exercised in a similar situation”. Já *gross negligence*, segundo o mesmo autor, representa “[a] lack of slight diligence or care”. No caso da ação de responsabilidade proposta contra o administrador por descumprimento do dever de diligência, o autor deverá provar a ocorrência da segunda forma de negligência, o que poderá ser relativamente difícil. GARNER, Bryan A. (coord.). **Black’s Law Dictionary**. 8. ed. St. Paul: West, 2004, pp. 1061-1062.

³²⁵ 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985).

da decisão empresarial³²⁶. A falha em obter informações suficientes antes de decidir abrirá espaço para condenação por falta de observância do dever de diligência³²⁷.

Já em relação ao dever de lealdade, a fidelidade dos administradores em relação à sociedade deve ser absoluta para que a proteção da *business judgment rule* incida³²⁸. Assim, *directors* e *officers* devem sempre agir de boa-fé e escrupulosamente em relação à sociedade que adminiRalph C. Ferrara *et al*, de maneira didática, explicam que o dever de lealdade tem dois lados distintos para ser plenamente observado: em primeiro lugar, o administrador deve estar desprovido de interesse pessoal; em segundo lugar, o administrador deve ser capaz de exercitar julgamento independente em relação à decisão a ser tomada, sem influências ou controle de terceiros³²⁹. Note-se, contudo, que, como alerta Stephen M. Bainbridge, é mais difícil detectar o descumprimento do dever de lealdade do que o de diligência³³⁰.

3.2.2 A entire fairness

A *business judgment rule* traz, em sua essência, presunção de cumprimento de deveres fiduciários que, não obstante se relevante e consistente, pode ser colocada em xeque. Uma vez que os autores dos processos tenham êxito em afastar

³²⁶ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1299-1301..

³²⁷ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1299-1301.

³²⁸ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7.

³²⁹ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.8.

³³⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 157-158.

a aplicação imediata da *business judgment rule*, ficará a cargo dos administradores demonstrar que suas decisões são completamente justas³³¹.

O caso mais tipicamente visto refere-se ao descumprimento do dever de lealdade, em que caberá aos autores da ação alegar fatos e propor tese de que o administrador agiu sem fidelidade em relação à sociedade³³². Se a conclusão for que o administrador não agiu desinteressadamente, não poderá socorrer-se da *business judgment rule*³³³. Como consequência, caberá ao administrador demonstrar que a decisão empresarial tomada passa no teste de *entire fairness*, sendo justa tanto para os acionistas quanto para a sociedade³³⁴.

3.2.3 O *enhanced scrutiny*

Há um outro padrão de revisão judicial adotado pelos tribunais do Estado de Delaware, apelidado de “*enhanced scrutiny*”³³⁵. Tal padrão, que é menos rigoroso que a *entire fairness*, é desdobramento direto da *business judgment rule* quando se tentou

³³¹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62. LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-10.

³³² Como explicam Arthur Fleischer Jr. e Alexander R. Sussman, o dever de lealdade exige que um administrador leve em consideração exclusivamente os interesses da empresa, em detrimento de suas pretensões particulares ou de terceiros (que não sejam a própria empresa). FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-8. V., ainda, RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 65.

³³³ Como se vê nas *self-dealing transactions*, conforme explicam Martin Lipton e Erica Steinberger. LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-6.

³³⁴ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, p. 5A-10.

³³⁵ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 5A-7; 5A-9.

fazer uma aquisição hostil³³⁶ de controle de companhia aberta. Tal padrão de revisão judicial de decisões empresariais também é conhecido por “*enhanced business judgment*”³³⁷.

Se *potencialmente* existir conflito de interesses (por exemplo, no caso de uma tentativa de aquisição hostil de controle em que os administradores adotem medidas defensivas que podem teoricamente levar à “perpetuação” em seus respectivos cargos), a *Delaware Supreme Court* pode deixar de aplicar a *business judgment rule*, mesmo que ainda não utilize a *entire fairness*)³³⁸. Assim, criou mais um padrão de revisão judicial de decisões administrativas, que passou a ser chamado de “*enhanced scrutiny*”³³⁹, visto como intermediário entre a *business judgment rule* e a *entire fairness*³⁴⁰.

3.2.4 A *compelling justification*

Há situações em que não se discute especificamente a validade de uma decisão essencialmente empresarial, mas o posicionamento do *board of directors* ao tentar imiscuir-se no direito de voto dos acionistas³⁴¹. Mesmo que o *board of directors* tenha agido dentro de seus poderes formais, tais administradores podem ser

³³⁶ Segundo Bryan A. Garner, um adquirente hostil, também conhecido como *corporate raider* é “[a] person or business that attempts to take control of a corporation, against its wishes, by buying its stock and replacing its management”. O referido autor também explica que uma *hostile takeover* é “[a] takeover that is resisted by the target corporation’s board of directors”. GARNER, Bryan A. (coord.). **Black’s Law Dictionary**. 8. ed. St. Paul: West, 2004, pp. 365 e 1493.

³³⁷ SIEGEL, Mary. The problems and promise of “enhanced business judgment”. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, p. 48.

³³⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 211-214.

³³⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 211-214.

³⁴⁰ SIEGEL, Mary. The problems and promise of “enhanced business judgment”. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, p. 48.

³⁴¹ MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of *Blasius Industries v. Atlas Corp.* **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

chamados a demonstrar haver uma “*compelling justification*” em relação a seus atos³⁴².

³⁴² RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 2575.

PARTE II - A EVOLUÇÃO HISTÓRICO-JURISPRUDENCIAL

4 HISTÓRICO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* E O DIREITO INGLÊS

4.1 INTRODUÇÃO

O *common law*, sistema jurídico originário da Inglaterra³⁴³, tem características bastante interessantes, pois se inspira no passado mas permite mudança e inovação³⁴⁴. Apesar de constantemente dialogarem com o direito positivado³⁴⁵, os precedentes jurisprudenciais exercem grande influência, pois são vinculantes³⁴⁶. No *common law*, o presente é fruto do passado e o que dá significado às vidas de futuras gerações³⁴⁷. A força vinculante dos precedentes jurisprudenciais possui enormes virtudes, dentre as quais se destacam a segurança jurídica, a confiança, a redução da arbitrariedade, cria igualdade na interpretação e aplicação do direito e encoraja a eficiência³⁴⁸.

As mudanças no *common law* não são rápidas, mas, ao mesmo tempo, não são meramente formais³⁴⁹. Exemplo disso são os casos em que uma parte depende

³⁴³ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 2.

³⁴⁴ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

³⁴⁵ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

³⁴⁶ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 143.

³⁴⁷ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

³⁴⁸ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 9.

³⁴⁹ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 3.

da outra, como nas relações *principal-agent*, que levou à introdução jurisprudencial dos deveres fiduciários, notadamente pelos juízes de *equity*³⁵⁰.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, que julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*³⁵¹. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo³⁵².

O presente capítulo estudará a evolução jurisprudencial inglesa que influenciou e levou à emergência da *business judgment rule* e seus desdobramentos.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais três partes. Na próxima, é feita uma rápida digressão histórica acerca do *common law* e da emergência de seu contraponto, a *equity*, bem como ambos se relacionam. Após, será estudada a gênese da *business judgment rule* na jurisprudência inglesa. A seguir, inicia-se a análise de vários casos em que se discutiu a responsabilidade de administradores e *trustees*, bem como a proteção dada às suas decisões.

4.2 O INÍCIO DO CAMINHO E O COMMON LAW

A *business judgment rule* origina-se e desenvolve-se da *equity* a partir da jurisprudência do sistema jurídico do *common law*³⁵³, remontando ao direito inglês do

³⁵⁰ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 139. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 2.

³⁵¹ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199.

³⁵² DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 138.

³⁵³ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 37. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em:

século 18³⁵⁴. Assim, a *business judgment rule* é fruto de construção jurisprudencial da *equity* dentro do *common law* enquanto sistema jurídico³⁵⁵. O *common law*, um sistema jurídico originário da Inglaterra³⁵⁶, tem características bastante interessantes³⁵⁷. Constantemente se inspira no passado, mas sempre com olhos voltados para o futuro. Para Allan C. Hutchinson, a grande peculiaridade e o ponto forte do *common law* residem na capacidade de permitir mudança e inovação em um processo que enfatiza a estabilidade e a continuidade³⁵⁸. Assim, continua o referido autor, os juízes inovam, mas também são mantidos sob controle³⁵⁹.

28 ago. 2020. É comum que se diga que a *business judgment rule* é fruto do *common law*. Tal explicação, contudo, é incompleta e pode induzir erro, pois *common law* tem mais de um significado. É mais preciso afirmar que a *business judgment rule* origina-se na *equity* que, por sua vez, está inserida no sistema jurídico conhecido como “*common law*”.

³⁵⁴ HOLLAND, Randy J. **Delaware's business judgment rule: international variations**. [S.l.]: [s.n.], 2015. Disponível em: <https://global.delaware.gov/2015/04/09/delawares-business-judgment-rule-international-variations/>. Acesso em: 10 out. 2017; LOEWENSTEIN, Mark J. Shareholder derivative litigation and corporate governance. **Journal of Corporate Law**, v. 24, n. 1, 1999, p. 1; KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 24.

³⁵⁵ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 41. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

³⁵⁶ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 2. O referido autor afirma que o *common law* representa os sistemas jurídicos que derivam da prática medieval inglesa e que podem ser contrastados com aqueles vistos em países da Europa continental, adeptos da família romano-germânica. Assim, enquanto sistema, o *common law* também compreende, além da própria jurisprudência, regras e princípios positivados, equitativos e que sejam constitucionais em origem e operação. Mas o referido autor concede que outros, notadamente Bentham e Austin, entendem que o *common law*, enquanto sistema, seria algo meramente imaginário. Assim, ter-se-ia tornado relativamente comum, na comunidade jurídica, olhar para o *common law* não propriamente como um sistema ou um conjunto de regras, mas, acima de tudo, um *processo*, verdadeira maneira de fazer e aplicar o direito. Portanto, o referido autor, citando Bobbitt, explica que há forte entendimento que o *common law* é muito mais “algo que se faz” do que “algo que seja consequência de algo que se faz”.

³⁵⁷ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

³⁵⁸ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

³⁵⁹ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

Tais características decorrem do fato de, em sua formação e em sua evolução, o *common law* ter sido ajudado - mas não monopolizado³⁶⁰ – pelo direito positivado³⁶¹. Nele, os precedentes jurisprudenciais exercem grande influência no sistema, de maneira ampla, pois passaram a ser vinculantes³⁶². É a aplicação do princípio conhecido como “*stare decisis*”³⁶³. O comprometimento com a jurisprudência não vem somente do fato de ser precedente, mas por se entender que o que veio antes é superior ao presente³⁶⁴. Por ter sobrevivido ao teste do tempo, a tradição dos precedentes jurisprudenciais vincula não por não ter sido substituída ou alterada, mas por ter força normativa própria³⁶⁵. O presente é fruto do passado e é o que dá significado às vidas de futuras gerações³⁶⁶. Ademais, a força vinculante dos precedentes jurisprudenciais possui enormes virtudes, dentre as quais se destacam a

³⁶⁰ Para Jan H. Dalhuisen, no sistema romano-germânico, o direito positivado monopoliza a aplicação do direito, sendo sua única fonte primária. DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 181.

³⁶¹ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

³⁶² DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 143. O referido autor, contudo, informa que formalização da vinculação jurisprudencial no *common law* deu-se somente no início do século 19.

³⁶³ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l’essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 44-45. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020; Allan C. Hutchinson explica que a vinculação jurisprudencial emana da aplicação do princípio do “*stare decisis*” (“*stare decisis et non quieta mover*”, ou deixe a decisão prevalecer e não distorça coisas decididas), em que o *common law*, enquanto processo, se embasa e dá preferência a decisões passadas, que não serão vistas como mera inspiração e fonte secundária do direito, mas como fontes primárias e, portanto, vinculantes. O referido autor ressalta outro aspecto importante: os julgadores devem aceitar o dever de não utilizar convicções pessoais ao aplicar o direito, pois terão de utilizar os precedentes jurisprudenciais, mesmo que isso vá contra sua convicção pessoal, suas crenças e filiações ideológicas. Ademais, afirma o autor, isso representa dizer que tanto decisões vistas como “boas” quanto as consideradas “ruins” deverão ser aplicadas como fonte primária de direito. HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, pp. 4-5.

³⁶⁴ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

³⁶⁵ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

³⁶⁶ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

segurança jurídica, a confiança, a redução da arbitrariedade, cria igualdade na interpretação e aplicação do direito e encoraja a eficiência³⁶⁷.

Não obstante existir forte inspiração no passado, o *common law*, por sua natureza, ensina Jan H. Dalhuisen, progride caso a caso, além de se voltar para fatos e resultados³⁶⁸. Por isso, continua o referido autor, o *common law*, possui ferramental à disposição (ou o cria, quando necessário) para responder às necessidades práticas³⁶⁹. Em outras palavras, utiliza o passado, mas também avança, quando necessário³⁷⁰. As mudanças não são rápidas, mas, ao mesmo tempo, não são sutis ou meramente formais³⁷¹. Exemplo disso são os casos em que uma parte depende da outra, como nas relações *principal-agent* descritas anteriormente³⁷², que levou à

³⁶⁷ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 9.

³⁶⁸ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

³⁶⁹DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 16.

³⁷⁰ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5.

³⁷¹ HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 5. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 3.

³⁷² V. capítulo 2 supra.

introdução jurisprudencial dos deveres fiduciários³⁷³, notadamente pelos juízes de *equity*³⁷⁴⁻³⁷⁵.

Os juízes de *equity*, chamados de *chancellors*³⁷⁶, sempre tiveram posicionamento que hoje seria visto como “ativista” e, como resultado, introduziram olhar prospectivo ao *common law*, principalmente para tentar combater abusos³⁷⁷. Uma das grandes diferenças entre os sistemas jurídicos romano-germânico (também

³⁷³ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 139. Segundo David Kershaw, tanto nos Estados Unidos da América quanto no Reino Unido, para que os deveres fiduciários aplicáveis aos conselheiros de administração fossem moldados, os tribunais inspiraram-se em fontes e conceitos não societários originários deste último país, desenvolvidos principalmente durante os séculos 18 e 19. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 2.

³⁷⁴ Conforme explica Philip Pettit, *equity*, que se insere no *common law* enquanto sistema jurídico, tem mais de uma acepção. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 1. De fato, como explicam Jeffrey Lehman e Shirelle Phelps, *equity* possui, no direito, três significados distintos: (i) no sentido mais amplo, significa *justiça*; (ii) tal vocábulo também é utilizado para descrever o valor pecuniário da propriedade que excede eventuais dívidas; e, por fim, (iii) é um sistema jurídico que trata de questões que se encontram fora do alcance do *common law*. LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199. David A. Schultz, focado neste último significado, ensina que a *equity* lida com casos que tanto o *common law* quanto o direito positivado não conseguem resolver, estando, inclusive, prevista na Constituição dos Estados Unidos da América (artigo III, seção 2, cláusula 1). SCHULTZ, David A. **Encyclopedia of American Law**. New York: Facts On File, Inc., 2002, p. 156. Este último autor, no entanto, também ensina que *equity* segue o direito (materializado como *common law* ou direito positivado), sendo que sua função é fornecer remédios jurídicos especiais que estejam associados a procedimentos que visem a estabelecer justiça. São exemplos citados por este último autor: uma liminar pode ser concedida para prevenir que um dano ocorra em decorrência da demolição de uma casa errada. Jan H. Dalhuisen explica que, na seara de remédios jurídicos, as liminares foram desenvolvidas pelos tribunais de *equity* para tentar prevenir prejuízo no lugar de determinar o pagamento de indenização após a ocorrência do fato; tais liminares, informa o referido autor, eram emitidas quando fosse “*just and equitable*” fazê-lo, o que representa dizer que tais juízes possuíam grande poder discricionário; por isso, conclui o referido autor, os tribunais de *equity* não possuem equivalente nos países afiliados ao sistema romano-germânico. DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

³⁷⁵ Henry E. Smith ensina que o direito dos deveres fiduciários (chamado por ele de “*fiduciary law*”) é uma consequência da *equity* (talvez o ramo mais importante e característico da *equity*). Por isso, sofreria dos mesmos problemas: visto como algo que tem poucos limites e variável de acordo com o contexto, bem como sem princípios claros e sujeito à grande elasticidade, mas, ao mesmo tempo, preso a um formalismo aparentemente estranho. Ademais, adiciona o referido autor, dobra-se muitas vezes à moral e gera muitas dúvidas acerca de sua aplicação. SMITH, Henry E. Why fiduciary law is equitable. In: GOLD, Andrew S; MILLER, Paul B **Philosophical foundations of fiduciary law**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2014, p. 261.

³⁷⁶ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199.

³⁷⁷ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 139-140.

conhecido como *civil law*) e o *common law* é que, neste, por meio da *equity*, a atuação dos juízes é sobremaneira flexibilizada³⁷⁸⁻³⁷⁹. Com o passar do tempo, consolidou-se o princípio de que, havendo conflito entre o *common law* enquanto corpo de precedentes e a *equity*, esta última deverá prevalecer³⁸⁰.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, cujos juízes sempre foram chamados de “*chancellors*”³⁸¹. Tais tribunais julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*³⁸², cujas regras e procedimentos, com o passar do tempo, tornaram-se muito formais e estritos, e, portanto, injustos³⁸³. Se os pedidos de revisão – que eram originalmente feitos ao rei inglês³⁸⁴ - fossem aceitos, o processo seria novamente

³⁷⁸ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140. O referido autor explica, ainda, que a atuação discricionária e o ativismo judicial são geralmente bastante observados na atividade judicante relacionada a *trusts*, direitos societário e falimentar.

³⁷⁹ Stanley N. Katz ensina que a *equity* surge paulatinamente no final da Idade Média, mas que os tribunais de *equity* propriamente ditos gradualmente emergiram como uma instituição judicial independente na Inglaterra somente durante os séculos 14 e 15. Inicialmente, complementa o referido autor, não estava tão clara a diferença entre os tribunais de *common law* e os de *equity*, já que se imaginava que os primeiros também agiam de maneira a buscar a justiça. Mas ambos se separaram quando os primeiros passaram a adotar interpretação restritiva do direito e os segundos mantiveram liberdade para buscar o justo. KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. V, 1971, pp. 258-261.

³⁸⁰ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 141.

³⁸¹ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199

³⁸² LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 199.

³⁸³ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 41. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020, p. 41.

³⁸⁴ Jan H. Dalhuisen explica que o controle exercido pelos monarcas ingleses sobre os tribunais foi enfraquecido com a edição da *Magna Charta* em 1215 e do *Second Statue of Westminster* em 1285. DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 136. Não obstante, ensinam Richard Edwards e Nigel Stockwell, apesar de estar em marcha a perda de influência da coroa inglesa sobre os tribunais, considerava-se que o monarca ainda detinha um “resíduo de justiça”. Tal “resíduo de justiça”, continuam os referidos autores, permitia que, nos casos em que os tribunais de *common law* deixassem de promover justiça, a parte que se sentia ofendida peticionasse diretamente ao monarca inglês ou ao Conselho do Rei (King's Council). O *Lord Chacellor*, que era chefe do Conselho do Rei, passou a assumir tais casos e emitir decisões. Aos poucos, os pedidos deixaram de ser feitos ao monarca para

analisado pela *Court of Chancery*, que poderia decidir o caso de acordo com o que entendesse ser justo³⁸⁵. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo³⁸⁶. Note-se que, com o tempo, as *Courts of Chancery* perderam um pouco sua flexibilidade inicial e passaram a também adotar o sistema de precedentes, observando e aplicando decisões anteriormente emitidas³⁸⁷⁻³⁸⁸.

serem enviados diretamente ao *chancellor* e às *Courts of Chancery*. EDWARDS, Richard ; STOCKWELL, Nigel. **Trusts and equity**. 7. ed. London: Pearson Education, 2005, p. 2. Stanley N Katz afirma algo que vai no mesmo sentido: a teoria jurídica sobre a qual operava o *chancellor* origina-se do papel tradicional do monarca como “fonte” de justiça. Assim, complementa o referido autor, a *equity* foi uma resposta à inflexibilidade cada vez maior do *common law*, em que seria melhor tolerar uma falha substancial de justiça a observar o desrespeito a um princípio jurídico. KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, pp. 258-259.

³⁸⁵ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005p. 199. Jan H. Dalhuisen ensina que, para evitar abusos e buscar o justo, eram utilizadas várias máximas que deixaram marcas profundas no sistema jurídico, de maneira ampla; assim, por exemplo, “*equity looks to intent rather than to form*” e “*equity will not permit a statute to be made an instrument of fraud*” eram axiomas utilizados pelos *chancellors* na busca pela justiça ao alterar decisões emitidas com base no *common law*. DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, pp. 139-140.

³⁸⁶ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 138. O referido autor informa, contudo, que a *equity* não chegou a se desenvolver a ponto de virar um sistema jurídico independente da *common law*. De fato, complementa o autor, a *equity* era tão somente um reflexo das imperfeições do *common law*, posicionando-se de maneira a segui-lo, e não para o obstruir. Intervenção de caráter mais profundo, conclui o referido autor, deveria ser levada a cabo por meio de legislação. Philip H. Pettit afirma algo semelhante ao dizer que a *equity*, enquanto sistema, era representada por tribunais de jurisdição suplementar, um verdadeiro apêndice dos tribunais de *common law*. PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, pp. 1-4.

³⁸⁷ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 138. KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. V, 1971, p. 261.

³⁸⁸ A evolução do sistema jurídico inglês deu-se de maneira bem peculiar. Como apontam Jeffrey Lehman e Shirelle Phelps, o *common law* e a *equity* representavam valores opostos dentro deste sistema jurídico. Enquanto o primeiro foi fruto de um Poder Judiciário cada vez mais independente da Coroa, aplicando estritamente o direito positivado e, principalmente, os precedentes jurisprudenciais, embasado em muitos anos de “sabedoria judicial” (“*judicial wisdom*”, nas palavras dos autores), a segunda produziu resultados com base nos caprichos do *chancellor*, a serviço do monarca. Por isso, continuam os referidos autores, os juízes de *common law* consideravam a *equity* arbitrária e uma usurpação Real dos poderes de um Poder Judiciário independente. Por isso, aduzem os referidos autores, o Juiz John Selden, no século 17, chamava a *equity* de “coisa malandra” e que os resultados dos casos julgados pelos *chancellors* poderiam muito bem depender do tamanho do pé do julgador, para deixar claro quão arbitrário poderiam ser. Não obstante a oposição feita pelos adeptos do regime

Uma questão prática levou à união dos tribunais de *common law* e de *equity* em um só sistema. Com efeito, como aponta Jan H. Dalhuisen, se a mesma questão fosse debatida nos dois tribunais, as discussões poderiam ir e voltar de um para o outro, o que aumentava sobremaneira o tempo de resolução e os custos das lides³⁸⁹. O resultado, nas palavras de Stanley N. Katz, foi o surgimento de um sistema jurídico “*imperfectly synchronized*”, que criava atrasos, ineficiências e, curiosamente, até injustiças³⁹⁰.

Philip H. Pettit aponta outro problema que levou ao fim da independência absoluta das *Courts of Chancery* enquanto cortes autônomas: percebeu-se que havia corrupção e abuso dos procedimentos pelos tribunais de *equity*, falta de pessoal (em números ou em competência técnica), procedimento muito complicado com inúmeros recursos e procedimentos que tinham de ser constantemente refeitos, além de organização geral pouco satisfatória³⁹¹.

Apesar de passar a existir somente um sistema, varas de *common law* e de *equity* ainda coabitam separadamente no Reino Unido³⁹². Hoje, em boa parte, passou-se à especialização com base no tipo de assunto, e aqueles tradicionalmente relacionados aos juízes de *equity* ainda são por eles decididos³⁹³. Assim, os juízes de

estrito do *common law*, continuam os referidos autores, a *equity* passou a ter posição permanente no sistema jurídico inglês e, aos poucos, os poderes das *Courts of Chancery* passaram a ter limites mais claros, e os casos que tipicamente eram aceitos eram aqueles em que mera reparação monetária era insuficiente ou inadequada. Já ao final do século 17, os julgados de lavra do *chancellor* tornaram-se suficientemente consistentes para serem objeto de compilação em repertório jurisprudencial que passou ser seguido por todos os demais juízes de *equity*, uniformizando e criando sistema de precedentes vinculantes que se assemelhou ao próprio *common law*. LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, pp. 199-200.

³⁸⁹ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

³⁹⁰ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. V, 1971, p. 261.

³⁹¹ PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 4.

³⁹² DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

³⁹³ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

equity ainda julgam casos relacionados a *trusts*, direito societário e falimentar³⁹⁴. Uma outra importante consequência de se trazer os dois tipos de tribunais para dentro de um único sistema é que passou a se permitir que questões típicas de *equity* sejam analisadas por juízes de *common law*, e vice-versa³⁹⁵.

4.3 A *BUINESS JUDGMENT RULE* E A EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL INGLESA

O primeiro caso que traz algumas das ideias que mais tarde passaram a integrar a *business judgment rule* é datado de 1723, da *Court of Chancery* inglesa³⁹⁶. Neste momento, apesar de não haver propriamente uma divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje compõe os Estados Unidos da América ainda era composto por colônias inglesas, havia importante discussão acerca da aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América³⁹⁷. Como explica G. Edward White, William Blackstone (considerado o mais importante jurista inglês de sua época) e William Murray (outro importante jurista inglês) entendiam que, por serem territórios “conquistados” ou “cedidos”, as colônias na América deveriam ser vistas como domínios “distintos” e “dependentes”, onde o *common law* inglês não teria autoridade; assim, somente as leis emanadas do Parlamento inglês teriam, a princípio, aplicabilidade em tais territórios³⁹⁸. As colônias seriam parte do Império Britânico, e o Parlamento seria o único com poder para editar, em nome do monarca,

³⁹⁴ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

³⁹⁵ DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016, p. 140.

³⁹⁶ BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged**. London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805, p. 441.

³⁹⁷ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 116-117.

³⁹⁸ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 116-117.

regras eficazes nas possessões do monarca, não os juízes, criadores e aplicadores do *common law*³⁹⁹. Aceitar o contrário representaria a perda de poder do monarca para o Judiciário independente que havia se desenvolvido⁴⁰⁰. Ademais, já que os habitantes das colônias residiam em locais distantes da sede da coroa, eles não teriam levado o *common law* consigo, restando somente as leis editadas pelo Parlamento inglês⁴⁰¹.

Não obstante existir tal teoria acerca da inaplicabilidade do *common law* inglês às colônias, observa-se outra realidade no dia a dia. Apesar de haver leis editadas pelo Parlamento inglês a reger a vida nas colônias (inclusive algumas aplicáveis especificamente a tais possessões), o *common law* inglês era constantemente aplicado em decisões judiciais, algo que, como ensina G. Edward White, até mesmo William Blackstone aceita como verdadeiro⁴⁰². Logo, o *common law* que surge nos territórios coloniais da América inspira-se diretamente no *common law* inglês.

A independência americana somente foi declarada em 4 de julho de 1776, com a edição da *Declaration of Independence*⁴⁰³. Note-se que, mesmo com a independência das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, com a inauguração imediata de sistema jurídico novo, ou mesmo a criação instantânea de um novo regime legal, como um *common law* americano⁴⁰⁴. Por isso, observa-se grande continuidade entre os direitos inglês e americano, mesmo

³⁹⁹ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, p. 117.

⁴⁰⁰ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, pp. 199-200.

⁴⁰¹ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, p. 117.

⁴⁰² WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 117-118.

⁴⁰³ GRANT, Suzan-Mary. **A concise history of the United States of America**. New York: Cambridge University Press, 2012, pp. 103-106. MURRAY, Stuart. **American Revolution**. New York: DK Publishing, 2002, pp. 26-27.

⁴⁰⁴ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5. O referido autor explica que, entre 1776 e 1818, as 13 colônias originais editaram, direta ou indiretamente, algum tipo de norma que lhes permitia ou fazia adotar o *common law* inglês ou parte das leis positivadas na Inglaterra.

nos primeiros anos após a independência⁴⁰⁵. O distanciamento maior e mais facilmente perceptível entre o *common law* inglês e o americano aconteceu somente no século 19, pois os juízes passaram a perceber que influenciariam o comportamento humano para além dos casos individuais que julgavam⁴⁰⁶. Como consequência, já que o *common law*, por natureza, embasa-se em precedentes jurisprudenciais que são observados em casos posteriores, de maneira a não só influenciar - mas a efetivamente determinar quase como lei positivada - o comportamento das pessoas, os juízes americanos passaram a claramente moldar o *common law* dos Estados Unidos da América, o que fez tomar forma própria e a, paulatinamente, distanciar-se do *common law* inglês⁴⁰⁷⁻⁴⁰⁸. Como se verá, tal processo leva ao avanço das ideias que moldaram a *business judgment rule*.

4.3.1 Gênese da *business judgment rule*, o direito inglês e a jurisprudência

A ideia de que os tribunais não deveriam interferir, analisar o conteúdo ou o mérito, ou, ainda, supervisionar as decisões tomadas por pessoas que exercem poderes que lhes tenham sido “delegados”, como nas relações *principal-agent* descritas no segundo capítulo, tem raízes longas tanto no direito inglês quanto no

⁴⁰⁵ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁴⁰⁶ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁴⁰⁷ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁴⁰⁸ David Kershaw explica que um fenômeno curioso é visto no sistema jurídico americano, notadamente durante o século 19. Para o referido autor, durante tal período, os juízes americanos apegavam-se menos aos precedentes jurisprudenciais do que os juízes ingleses, o que decorre do “realismo jurídico” então prevalecente. Logo, continua o referido autor, os juízes americanos tinham e usufruíam de maior poder discricionário, com maior liberdade para julgar de acordo o sentimento social mais amplo da época, escapando do formalismo e conservadorismo comumente visto no *common law*. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 8-10.

americano⁴⁰⁹. É importante ressaltar que, inicialmente, tal ideia era aplicada notadamente a questões relacionadas a *trusts*, mas não propriamente ao direito societário⁴¹⁰.

Neste sentido, já no início do século 18, o direito inglês exigia tão somente que o *agent*, na consecução do múnus que lhes foi confiado por um *principal*, o fizesse de maneira a promover os propósitos ou objetivos para os quais os poderes lhes foram “delegados”, bem como que o fizesse honestamente e com boa-fé subjetiva (ou seja, que sinceramente acreditasse que suas ações fossem neste sentido)⁴¹¹. Não havia, contudo, qualquer regra que proibisse ou considerasse ser fraude ou ilegal a busca, ao mesmo tempo, de seus próprios interesses e objetivos⁴¹². Os primeiros casos foram decididos na Inglaterra, que serão a seguir analisados.

4.3.1.1 *Crookshanks v. Turner et al.*

Em *Crookshanks v. Turner et al*, um caso de *equity* julgado em 1723, discutiu-se a responsabilidade na administração de um *trust*. Decidiu-se que um *trustee*⁴¹³ não responderia por erros cometidos inocentemente e dos quais não tenha obtido vantagem pessoal⁴¹⁴. Além disso, um tribunal de *equity* deveria emitir uma *injunction*

⁴⁰⁹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 24.

⁴¹⁰ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 24.

⁴¹¹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 24.

⁴¹² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 24. Como se verá mais adiante, tal entendimento foi paulatinamente modificado, notadamente no direito americano.

⁴¹³ Portanto, um caso relacionado a *trust* e não a questões societárias.

⁴¹⁴ BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged**. London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805, p. 441.

perpétua para evitar que um *trustee* seja processado com base em tal tipo de erro cometido⁴¹⁵.

4.3.1.2 *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others*

O caso *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others*⁴¹⁶, decidido em 1742, é visto como a verdadeira gênese da *business judgment rule*, inclusive por ser um aresto de natureza societária⁴¹⁷. Neste caso, a *Court of Chancery* determinou (i) que os “membros do comitê” (equivalentes a conselheiros de administração) são mandatários com poderes para dirigir e supervisionar os negócios da sociedade; (ii) que os membros do comitê devem exercer com lealdade e diligência razoável os poderes que lhes foram atribuídos; (iii) que os membros do comitê podem ser responsabilizados por atos e omissões; (iv) que eles são raramente responsabilizados por atos que estejam dentro dos poderes que lhes tenham sido delegados; e (v) que eles são responsáveis por *gross negligence* no exercício de suas funções⁴¹⁸.

Uma das regras mais importantes que se extrai do referido caso é que, em relação aos atos e decisões tomados dentro dos poderes outorgados, será muito difícil determinar descumprimento da confiança que tenha sido depositada nos membros do

⁴¹⁵ BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged.** London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805, p. 441.

⁴¹⁶ *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others*, (1742) 26 ER 642; 2 Atk. 400, 402.

⁴¹⁷ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors.** 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 26. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle.** [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 50. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴¹⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle.** [S.l.]: Tese (doutorado), 2015. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020, p. 52.

comitê⁴¹⁹. Um outro ponto importante a ser extraído do referido julgado é que, para que se defina qual o limite da responsabilização dos administradores, estes foram, de maneira transversa, equiparados aos *trustees*, enquanto as sociedades, por conseguinte, aos *trusts*⁴²⁰. Isso representa dizer que, por falta de regras específicas de cunho societário, houve um transplante de interpretação de uma área do Direito para outra.

4.3.1.3 *Knight v. Earl of Plymouth*

No caso *Knight v. Earl of Plymouth*⁴²¹, decidido em 1747, discutiu-se a responsabilidade de um *trustee* em relação às perdas sofridas por um *trust* (ou seja, um caso que não é de aplicação direta ao direito societário) em decorrência de investimentos malsucedidos. No julgado, foi decidido que um *trustee* que possua em suas mãos quantidade considerável de dinheiro e faça investimentos que aparentemente sejam bons e seguros, mas que, com o passar do tempo, demonstrem ser o contrário, não faz nascer obrigação de indenizar⁴²². Neste caso, foi afirmado categoricamente que, ausente a má-fé, em que se constate a vontade de causar perda ou negligência, um tribunal sempre dará razão ao *trustee*⁴²³.

⁴¹⁹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 25.

⁴²⁰ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 55. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴²¹ (1747) 3 Atk. 480, 26 ER 1074 (Ch. 1747).

⁴²² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 25. BREWSTER, F Carroll. **Reports of equity, election, and other important cases, argued and determined principally in the courts of the County of Philadelphia**. Philadelphia: John Campbell, v. 1, 1869, p. 298.

⁴²³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 25.

4.3.1.4 *Aleyn v. Belchier*

No caso *Aleyn v. Belchier*⁴²⁴, julgado em 1758, foi decidido que os poderes recebidos por uma pessoa devem ser exercidos de boa-fé e para os fins e da maneira que foram recebidos, caso contrário, o exercício será visto como “corrompido e vazio”⁴²⁵.

4.3.1.5 *Harman v. Tappenden*

No caso *Harman v. Tappenden*⁴²⁶, julgado em 1801, discutiu-se a responsabilidade de administradores por erros cometidos em decisões empresariais tomadas. No aresto foi decidido que, sem prova de existir malícia ou intenção de causar o mal, mero erro de julgamento não permite que o tribunal interfira⁴²⁷.

4.3.1.6 *Attorney General v. The Corporation of Exeter*

⁴²⁴ *Aleyn v. Belchier*, (1758) 28 E.R. 634, 637; 1 Eden 132.

⁴²⁵ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 25.

⁴²⁶ *Harman v. Tappenden*, (1801) 102 E.R. 214; 1. East 55.

⁴²⁷ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 25.

No caso *Attorney General v. The Corporation of Exeter*, julgado em 1811, discutiu-se a autoridade e a responsabilidade de um *trustee*. Decidiu-se que, na administração de recursos financeiros, quando houver mero erro em decisão empresarial tomada decorrente de comportamento honesto e desconectado de qualquer propósito corrupto, o tribunal não tomará qualquer medida⁴²⁸. Contudo, uma ação poderia ser tomada pelo tribunal contra o *trustee* quando for constatado um comportamento negativo intencional⁴²⁹. Este julgado toca em outro aspecto importante: a decisão afirma que, enquanto o tribunal direciona suas decisões para o futuro, recusa-se a revisitar e punir o que aconteceu no passado⁴³⁰, o que claramente denota uma das características essenciais da *business judgment rule*, que é a de evitar trocar a visão do administrador pela do juiz.

4.3.1.7 *Carlen v. Drury*

No caso *Carlen v. Drury*⁴³¹, julgado em 1812, a *Court of Chancery* decidiu de maneira similar ao aresto anterior, mas agora em questão societária relacionada a uma *partnership*⁴³². Com efeito, o tribunal negou-se a aplicar sua própria visão ou vontade na condução dos negócios empresariais pelo simples fato de um dos *partners* estar descontente com a administração, mesmo no caso de as decisões administrativas serem de baixa qualidade⁴³³. Para que o tribunal pudesse intervir,

⁴²⁸ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 25-26.

⁴²⁹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018 p. 26.

⁴³⁰ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 26.

⁴³¹ (1812) 35 ER 61, 62; 1 Vesey & Beames 154.

⁴³² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 26.

⁴³³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 26.

deveria ser claramente provado ter havido quebra de compromissos assumidos ou abuso de confiança, comprovando-se que os administradores descumpriram suas obrigações⁴³⁴. A única interferência aceitável, segundo o tribunal, seria no sentido de nomear um administrador temporário com o propósito de liquidar e extinguir a empresa⁴³⁵⁻⁴³⁶.

4.3.1.8 *The York & North Midland Railway Company v. Hudson*

No caso *The York & North Midland Railway Company v. Hudson*⁴³⁷, julgado em 1853, a *Court of Chancery* decidiu que o presidente do conselho de administração da companhia desempenha função de confiança, a ser exercida em favor dos

⁴³⁴ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 26.

⁴³⁵ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 58. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴³⁶ A ideia de que Judiciário deve se abster de revisar de decisões tomadas por *trustees* e administradores de sociedades expandiu-se para além das questões societárias e de *trusts*. Com efeito, como aponta David Kershaw, líderes de igrejas, autoridades públicas, diretores de escolas e até juízes foram beneficiados por tal regra. O referido autor cita, como exemplo, os casos *Ferguson v. Earl of Kinnoul*, (1842) 8 ER 412; 9 CI Fin 251; *Pryce v. Belcher*, (1846) 3 CB 58; e *Hayman v. Governors of Rugby School*, (1874) LR 18 Eq 76. No primeiro (*Ferguson v. Earl of Kinnoul*), ensina o referido autor, foi decidido que um juiz não responderá por eventuais erros de julgamento ao deixar aceitar pedido feito pelo autor para que seja nomeado para posição ministerial da igreja presbiteriana, pois faria parte dos poderes discricionários do julgador atender ou rejeitar o pleito feito, exceto se fosse constatado comportamento desonesto. No segundo (*Pryce v. Belcher*), ensina o referido autor, foi decidido que o oficial responsável por organizar e conduzir eleições locais não será responsabilizado por deixar de registrar o voto de um eleitor que não cumpriu os requisitos para poder votar; mais uma vez, o tribunal afirmou que somente haveria responsabilização se fosse constatado comportamento desonesto; mero erro de julgamento não permite que se responsabilize pessoalmente o oficial da eleição. No terceiro (*Hayman v. Governors of Rugby School*), ensina o referido autor, foi decidido que um diretor de escola poderia ser removido de seu cargo, pois os *trustes* da referida instituição tinham poderes para fazê-lo a qualquer tempo e sem nenhuma justificativa; um aspecto importante deste caso é que se afirmou, na decisão da *Court of Chancery*, que não será necessário apresentar qualquer justificativa, pois existe presunção de que os poderes dos *trustees* foram exercidos de maneira justa e honesta, até que se prove o contrário; ademais, o ônus de se provar o contrário cabe aos que criaram objeção ao exercício do poder discricionário. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 26-28.

⁴³⁷ *The York & North Midland Railway Company v. Hudson*, (1853) 16 Beav 485.

acionistas⁴³⁸. Logo, o presidente do conselho de administração deve observar, de maneira plena e completa, seus deveres fiduciários, inclusive com necessidade de prestar conta de suas ações⁴³⁹. Não obstante não serem responsáveis por erros de julgamento, os administradores não podem tirar vantagem pessoal de seus atos e, como consequência, estarão sempre obrigados a prestar conta de suas ações⁴⁴⁰.

4.3.1.9 *Turquand v. Marshall*

No caso *Turquand v. Marshall*⁴⁴¹, julgado em 1869, a *Court of Chancery* decidiu que os conselheiros de administração que aprovam um empréstimo sem garantia a um dos membros do próprio conselho de administração não devem ser pessoalmente responsabilizados, já que não se provou ou mesmo alegou que os referidos administradores tenham cometido fraude ou autorizado o referido empréstimo para obtenção de algum tipo de ganho pessoal; logo, não se deve adentrar no mérito da decisão administrativa tomada⁴⁴².

⁴³⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 58. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴³⁹ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 58. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁴⁰ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 58. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁴¹ *Turquand v. Marshall*, (1869) LR 4 Ch. App. 376.

⁴⁴² SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 60-61. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

Foi também decidido no referido caso que não se constatou, na aprovação do empréstimo, qualquer desconformidade em relação aos estatutos da sociedade⁴⁴³. Além disso, os conselheiros de administração estavam plenamente investidos de poderes para aprovar a operação, o que retira do tribunal o poder de interferir quando os administradores agem dentro do poder discricionário que possuem⁴⁴⁴. Questões específicas relacionadas ao mútuo (inclusive o montante), mesmo que absurdas, estúpidas ou ridículas, pouco importam para o deslinde do caso⁴⁴⁵⁻⁴⁴⁶. Um aspecto importante do referido caso é que se cogitou condenar os administradores a repor eventuais perdas sofridas pela sociedade caso tivessem agido com “*crassa negligentia*”⁴⁴⁷.

4.3.1.10 *Overend, Gurney & Co. v. Gibb*

⁴⁴³ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l’essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 60-61. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁴⁴ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l’essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 60-61. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁴⁵ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l’essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 60-61. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁴⁶ Attila Balogh, no entanto, explica que alguns tribunais da época aplicavam padrões muito baixos para avaliar os atos de administradores, o que levava ao entendimento que, mesmo algumas obrigações essenciais (por exemplo, o dever de diligência), não seriam claramente exigidas. Por isso, Michael J. Trebilcock afirma que o referido julgado deve ser considerado um *low point* da jurisprudência mais antiga acerca dos deveres fiduciários de administradores. BALOGH, Attila. **The development and application of the directors duty of care and diligence rule in Australia** - an exploratory analysis of the legislative history of s 180(1) of the Corporations Act 2001. [S.l.]: [s.n.], 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2852066. Acesso em: 10 set. 2020, p. 16. TREBILCOCK, Michael J. The liability of company directors for negligence. **Modern Law Review**, v. 32, n. 5, set. 1969, p. 500.

⁴⁴⁷ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 44. O referido autor informa que não se explicou, no julgado, o alcance ou o significado de “*crassa negligentia*”, mas, pelo contexto do que se colocou na decisão, pode ser visto como um “erro grosseiro” ou um “erro extravagante” por se referir a outros arestos que adotam tal significado.

No caso *Overend, Gurney & Co. v. Gibb*⁴⁴⁸, decidido em 1872, a *House of Lords*, que julgou o processo em grau de recurso, afirmou que os conselheiros de administração podem ser responsabilizados se excederem seus poderes ou ajam de maneira irrazoável, ou, ainda, se cometerem negligência que seja, nas palavras de Justina Angelika Sobczyk, “clara e pesada” (“*claire et lourde*”), sendo que a decisão utiliza a expressão “*crassa negligentia*”, em similitude ao caso *Turquand v. Marshall*⁴⁴⁹. Segundo David Kershaw, este é o primeiro caso de cunho societário em que claramente se utiliza a expressão *crassa negligentia* com o sentido de “erro grosseiro”⁴⁵⁰. David Kershaw também aduz que um outro ponto importante deve ser extraído do referido aresto: já que se pagou um preço supostamente elevado (possivelmente mais do que efetivamente valia) pelo ativo (o que poderia representar uma decisão de qualidade duvidosa), haveria alguma “razão negocial” (“*business reasons*”) a justificar a aquisição de sociedade tecnicamente insolvente? Ao final, decidiu-se que pouco importa se a decisão tomada era de má qualidade, mas somente se, de fato, havia “razão negocial” para tanto⁴⁵¹.

Não se encontrou qualquer óbice à operação (ou mesmo sugestão neste sentido), ou qualquer outro aspecto que levasse ao questionamento da decisão empresarial tomada, principalmente pelo fato de se planejar trazer novos gestores e realizar uma injeção de capital em um negócio visto como “de primeira linha”⁴⁵². Decidiu-se, então, que, sendo plausíveis tais razões, não se pode condenar os conselheiros de administração, o que demonstra haver verdadeira presunção de boa-fé nas decisões empresariais tomadas⁴⁵³. Conforme explica David Kershaw, este

⁴⁴⁸ *Overend, Gurney & Co. v. Gibb*, (1872) LR 5 HL 480.L.R. 5 H.L. 480.

⁴⁴⁹ *Turquand v. Marshall*, (1869) LR 4 Ch. App. 376. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l’essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 62-63. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁵⁰ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 44.

⁴⁵¹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 44.

⁴⁵² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 44.

⁴⁵³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 44-45.

entendimento foi confirmado no caso *In re Faure Electric Accumulator Co. Ltd.*⁴⁵⁴, decidido em 1889, em que os conselheiros de administração não foram condenados a indenizar a companhia por terem autorizado a emissão de ações subscritas por um acionista que também fazia parte do conselho de administração, mas que, após as referidas ações terem sido emitidas, não teve condições financeiras de integralizá-las⁴⁵⁵. O tribunal enveredou, neste caso, pelo mesmo caminho trilhado em *Overend, Gurney & Co. v. Gibb* e inquiriu acerca das circunstâncias e às razões que levaram à aprovação da operação, chegando à conclusão que não havia motivos válidos para não aprová-la⁴⁵⁶.

Não obstante o tribunal ter perquirido, em ambos os casos, acerca da motivação e da qualidade das decisões tomadas, não o faz para determinar se houve boa-fé, que foi presumida nos dois arestos⁴⁵⁷. O que se buscou foi determinar se os diretores teriam agido ou demonstrado terem agido, de alguma maneira, de má-fé, o que não se constatou⁴⁵⁸. Logo, restou ao tribunal presumir que os conselheiros de administração agiram de boa-fé⁴⁵⁹.

4.3.1.11 *In re Wragg, Limited*

⁴⁵⁴ *In re Faure Electric Accumulator Co. Ltd.*, (1889) 40 ChD 141; (1886-90) All ER Rep 607.

⁴⁵⁵ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 44-45.

⁴⁵⁶ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 44-45.

⁴⁵⁷ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 45-46.

⁴⁵⁸ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 45-46.

⁴⁵⁹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 45-46. Segundo o referido autor, ambos julgados são importantes por, em primeiro lugar, presumir a boa-fé e, em segundo lugar, permitir, em determinadas circunstâncias, investigar e analisar o conteúdo das decisões tomadas por conselheiros de administração, principalmente para tentar entender se tais administradores agiram com “*crassa negligentia*”.

No caso *In re Wragg, Limited*⁴⁶⁰, julgado em 1897, os sócios de uma *limited company* integralizaram o capital da sociedade com um automóvel e outros ativos não monetários, cuja avaliação feita naquele momento demonstrou-se posteriormente (quando da liquidação do referido ente societário) equivocada, já que os montantes apontados estariam acima do efetivo valor de mercado de tais bens⁴⁶¹. Apesar de o tribunal entender, com base em precedentes jurisprudenciais, que a sociedade não poderia emitir ações com desconto em relação ao valor de face de tais títulos, decidiu, no referido caso, que poderia comprar bens por qualquer preço, mesmo que pagando em ações de sua própria emissão, desde que de maneira honesta e sem exageros⁴⁶². A decisão, segundo o tribunal, estaria dentro dos poderes dos administradores (e sócios), que não foram condenados a indenizar a sociedade⁴⁶³.

4.3.1.12 *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate*

Em 1899, foi julgado o caso *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate*⁴⁶⁴. Inicialmente, no final do século 19, foi constituída uma sociedade (a *Lagunas Nitrate Company*) para que fossem adquiridos vários ativos (depósitos de nitrato de sódio, terras, prédios e uma usina de processamento), todos de propriedade

⁴⁶⁰ *In re Wragg, Limited*, (1897) 1 Ch. 796.

⁴⁶¹ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 510. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 69. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁶² SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 510. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 69. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁶³ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 510.

⁴⁶⁴ *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate*, (1899) 2 Ch. 392.

do *Lagunas Syndicate* e localizados no Chile⁴⁶⁵. A sociedade foi constituída pelos próprios conselheiros de administração do *Lagunas Syndicate*⁴⁶⁶, sendo que o conselho de administração daquela era majoritariamente composto de conselheiros de administração deste⁴⁶⁷. Em razão de perdas financeiras, alguns acionistas da sociedade elegeram conselheiros independentes e propuseram ação contra os demais membros originais do conselho de administração para pleitear a anulação do contrato de aquisição e indenização por lucros cessantes⁴⁶⁸. Além das perdas financeiras ocorridas, a ação foi motivada pelo fato de ter sido descoberto que os depósitos de nitrato de sódio não eram muito grandes e que a extração do referido composto químico não seria muito fácil⁴⁶⁹.

Supostamente, houve descumprimento de dever fiduciário dos referidos administradores ao constituírem a sociedade e levar a cabo a aquisição⁴⁷⁰. Neste caso, o tribunal entendeu que a responsabilidade dos conselheiros pode emergir na falta de observância do dever de diligência ao celebrar o contrato, ou se a decisão não foi tomada honestamente e nos melhores interesses da sociedade⁴⁷¹. Não obstante, o tribunal decidiu que os conselheiros de administração não serão responsabilizados por erros de julgamento, e que tais administradores somente serão chamados a indenizar caso se estabeleça que tenham agido com falta de boa-fé no momento da

⁴⁶⁵ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 70. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁶⁶ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 22.

⁴⁶⁷ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 70. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁶⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 70. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁶⁹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42.

⁴⁷⁰ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42.

⁴⁷¹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42.

celebração do contrato⁴⁷². Ademais, afirmou o tribunal, não resta dúvida que os conselheiros de administração acreditavam que a operação seria lucrativa e benéfica para a *Lagunas Nitrate Company*, o que demonstraria terem agido nos melhores interesses da sociedade, restando impossibilitadas a anulação do referido contrato e a imposição da obrigação de indenizar pleiteadas no processo⁴⁷³.

4.3.1.13 *In re Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.*

Em 1911, foi julgado o caso *In re Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.*⁴⁷⁴. Uma sociedade foi constituída para adquirir propriedade imobiliária rural localizada no Brasil para cultivo de seringueiras, coco e café⁴⁷⁵. Os conselheiros de administração não possuíam experiência em tal setor econômico⁴⁷⁶. A sociedade fez uma oferta de ações com base em um prospecto que continha informações inverídicas, e tal documento foi confeccionado com a anuência dos conselheiros de administração⁴⁷⁷. As informações inverídicas originaram-se de um relatório fraudulento, que continha informações inexatas acerca do tamanho da plantação e do número de árvores, e que os conselheiros de administração, sem fazer qualquer tipo

⁴⁷² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42.

⁴⁷³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 42.

⁴⁷⁴ *Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.*, 1 Ch. 425.

⁴⁷⁵ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 57. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 70. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 251.

⁴⁷⁶ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 57. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 252.

⁴⁷⁷ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 57.

de investigação ou apuração independente, entenderam ser fidedigno⁴⁷⁸. Após a captação de recursos ter sido concluída e antes da aquisição da propriedade imobiliária rural, os conselheiros de administração descobriram que o referido relatório continha informações deturpadas e fraudulentas. Não obstante, tal fato não foi suficiente para dissuadi-los de prosseguir com a operação⁴⁷⁹.

A sociedade foi liquidada em 1908, e o liquidante propôs ação de responsabilidade contra os conselheiros de administração por não terem exercido adequadamente seus deveres fiduciários (já que supostamente teriam agido com *gross negligence*), e por não terem demandado a declaração de nulidade do contrato⁴⁸⁰.

Contudo, segundo o tribunal, os referidos administradores não teriam agido com *gross negligence*, já que os conselheiros de administração devem exercer o cuidado que seja *razoavelmente* esperado deles, notadamente com base na experiência e no conhecimento prévios que tenham adquirido ao longo da vida⁴⁸¹. Sem que se possa determinar de antemão o que esperar da maneira como um administrador deve agir (inclusive com base no conhecimento prévio), afirma o tribunal, somente se poderia esperar que os conselheiros de administração exerçam seus deveres como “homens ordinários” fariam na condução dos seus próprios negócios⁴⁸². Logo, os problemas apontados no processo somente poderiam ser

⁴⁷⁸ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 57-58. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 251.

⁴⁷⁹ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, pp. 57-58.

⁴⁸⁰ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 71. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 57.

⁴⁸¹ GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999, p. 289. OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 58.

⁴⁸² GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999, p. 289. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 252-252. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 355.

considerados como erros de julgamento, o que impede a condenação dos conselheiros de administração⁴⁸³. Justina Angelika Sobczyk indica um último ponto importante deste julgado: no voto dissidente do acórdão, foi ventilada a possibilidade de se anular o contrato celebrado em caso de conflito de interesses⁴⁸⁴.

4.3.1.14 *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited*

O caso *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited*⁴⁸⁵, julgado em 1924, é constantemente citado para discutir o padrão de cuidado a ser exercido por conselheiros de administração⁴⁸⁶. Em 1908, foi constituída a City Equitable Fire Insurance Company, Limited, para atuar como seguradora⁴⁸⁷. A sociedade sofreu perdas em razão de fraudes perpetradas pelo diretor geral (que também era presidente do conselho de administração) e precisou ser liquidada. Por conta disso, o liquidante resolveu processar os conselheiros de administração para responsabilizá-los por não detectarem o cometimento de atos fraudulentos e pela descapitalização decorrente de perdas sofridas com investimentos e empréstimos malsucedidos e por pagamentos de dividendos⁴⁸⁸.

⁴⁸³ GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999, p. 289.

⁴⁸⁴ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 70. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁸⁵ *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited*, (1925) Ch 407, (1924) 3 All ER 485.

⁴⁸⁶ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 253.

⁴⁸⁷ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 71. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁸⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 71. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 56. GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999, p. 289.

Os conselheiros de administração, apesar de se considerar que teriam descumprido o dever de diligência, não foram condenados a indenizar por existir um *waiver* nos atos constitutivos da sociedade que os isentava de responsabilidade, exceto em caso de “negligência intencional” (“*wilful neglect*”)⁴⁸⁹. Não obstante o referido julgado repetir que o que se esperava dos conselheiros de administração no exercício de suas funções era o mesmo nível de cuidado visto na condução dos seus próprios negócios, tornou-se importante por explicar que se pode observar diferenças entre “*negligence*” e “*gross negligence*”, com base nas funções inerentes e no comportamento dos administradores no exercício do dever de diligência⁴⁹⁰. Com efeito, afirma o tribunal, o conselheiro de administração tem funções diferentes em empresas de maior e menor porte, ou até mesmo com base no tipo de atividade⁴⁹¹.

Em decorrência disso, em uma sociedade de maior porte e mais complexa, não se espera que o conselheiro de administração se envolva nos afazeres diários da sociedade, que ficarão a cargo dos diretores, que possuem funções executivas⁴⁹². Logo, não se pode esperar que os conselheiros de administração, por estarem afastados da condução corriqueira nos negócios empresariais, assumam dever de

SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 355.

⁴⁸⁹ OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002, p. 56. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 253. GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999, p. 289. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 446.

⁴⁹⁰ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 253-254. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 355-356.

⁴⁹¹ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 253-254. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 355-356.

⁴⁹² KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 253-255. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 355-356.

diligência mais apurado, podendo somente ser responsabilizados se for constatada a “*gross negligence*” na atuação⁴⁹³.

4.3.1.15 *In re Smith and Fawcett, Limited*

Mais um aresto merece ser aqui mencionado. De fato, no caso *In re Smith and Fawcett, Limited*⁴⁹⁴, julgado em 1942, discutiu-se a validade da decisão de dois conselheiros de administração no sentido de não registrar a transferência de ações com base em texto expreso encontrado no artigo 10 dos atos constitutivos da sociedade⁴⁹⁵. Tal dispositivo estatutário determinava que os conselheiros de administração detinham poderes discricionários amplos para, sem necessidade de fornecer qualquer explicação, recusarem-se a registrar toda e qualquer transferência de ações⁴⁹⁶.

Neste caso, Joseph Smith e Norman Fawcett eram os dois únicos acionistas e membros do conselho de administração, cada um detentor de 4.001 ações⁴⁹⁷. Com a morte do segundo, Smith e um outro conselheiro de administração por ele nomeado (na verdade, o advogado do próprio Smith) recusaram-se a registrar a transferência

⁴⁹³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 253-254. SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 355-356.

⁴⁹⁴ *In re Smith and Fawcett, Limited*, (1942) Ch 304, (1942) 1 All ER 542.

⁴⁹⁵ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 575-577.

⁴⁹⁶ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p.72. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁹⁷ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 575-577; SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 72. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

das ações para o nome de um ou mais testamentários⁴⁹⁸. Smith ofereceu, ainda, registrar 2.001 ações e comprar o restante delas por um preço que ele estabeleceu unilateralmente⁴⁹⁹.

O tribunal recusou-se a intervir no exercício do poder societário discricionário detido por Smith sem qualquer prova da existência de má-fé⁵⁰⁰. O tribunal também afirmou que os conselheiros de administração deveriam exercer o amplo poder discricionário conferido pelos estatutos sociais de boa-fé e nos melhores interesses da sociedade, evitando-se qualquer “propósito colateral”⁵⁰¹.

Serão analisados, no capítulo seguinte, alguns julgados que são considerados a gênese da *business judgment rule* no direito americano.

⁴⁹⁸ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 575-577; SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 72. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁴⁹⁹ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 575-577.

⁵⁰⁰ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 575-577.

⁵⁰¹ SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 575-577.

5 HISTÓRICO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* E O DIREITO AMERICANO

5.1 INTRODUÇÃO

A independência dos Estados Unidos não levou ao aparecimento de novo sistema jurídico na então jovem nação que se formava, havendo grande continuidade entre os direitos inglês e americano, principalmente nos que seguiram a emancipação⁵⁰².

Aos poucos, contudo, os juízes americanos passaram a claramente moldar o *common law* dos Estados Unidos da América, que passou a ter vida e conteúdo próprios e a, paulatinamente, distanciar-se do *common law* inglês⁵⁰³. Como se verá, tal processo leva ao avanço das ideias que moldaram a *business judgment rule*.

O estado de Delaware e seu direito são muito emblemáticos neste sentido. De fato, os efeitos das decisões de sua *Court of Chancery*, que surge em 1792, irradiam-se mundo afora⁵⁰⁴. Os regimes legislativo e judiciário do estado de Delaware têm como base o sistema federativo dos Estados Unidos da América⁵⁰⁵. Tal sistema permitiu a emergência de verdadeira competição legislativa entre os estados americanos, em que o direito societário pode ser visto como um “produto” que vagarosamente é

⁵⁰² HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁵⁰³ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 8-10.

⁵⁰⁴ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵⁰⁵ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 1.

atualizado e evolui⁵⁰⁶. Note-se que o grande mérito do direito societário de Delaware pode vir de outro lugar, principalmente na estabilidade gerada por sua amplíssima jurisprudência empresarial, que traz enorme segurança jurídica⁵⁰⁷.

O presente capítulo estudará a evolução jurisprudencial da *business judgment rule* nos Estados Unidos da América. Note-se, contudo, que a *business judgment rule* não se origina em Delaware, mas, como se verá, é lá que ela toma grande força e cada vez mais importância, avança e se desdobra.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais duas partes. Na próxima, estudar-se-á a adoção do *common law* como sistema jurídico americano, inclusive com o acolhimento dos tribunais de *equity* em moldes similares ao que se viu anteriormente no direito inglês. Após, passa-se ao estudo da gênese jurisprudencial da *business judgment rule* no direito americano, que inclui tanto os tribunais federais quanto os estaduais, com ênfase na visão pretoriana do estado de Delaware.

5.2 A ADOÇÃO DO COMMON LAW COMO SISTEMA JURÍDICO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E A BUSINESS JUDGMENT RULE

Como visto anteriormente, o primeiro caso - *Crookshanks v. Turner et al* - que traz algumas das ideias que mais tarde passaram a integrar a *business judgment rule*, é datado de 1723, da *Court of Chancery* inglesa⁵⁰⁸. Neste momento, apesar de não

⁵⁰⁶ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 4-6.

⁵⁰⁷ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 280. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1446-1447.

⁵⁰⁸ BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged**. London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805, p. 441.

haver propriamente uma divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje faz parte dos Estados Unidos da América ainda era composto por colônias sem independência política, havia importante discussão acerca da aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América⁵⁰⁹. Como explica G. Edward White, William Blackstone (considerado o mais importante jurista inglês de sua época) e William Murray (outro importante jurista inglês) entendiam que, por serem territórios “conquistados” ou “cedidos”, as colônias na América deveriam ser vistas como domínios “distintos” e “dependentes”, onde o *common law* inglês não teria autoridade; assim, somente as leis emanadas do legislativo inglês teriam, a princípio, aplicabilidade em tais territórios⁵¹⁰. As colônias seriam parte do Império Britânico, e o Poder Legislativo seria o único com poder para editar, em nome do monarca, regras eficazes nas possessões do monarca, não os juízes, criadores e aplicadores do *common law*⁵¹¹. Aceitar o contrário representaria a perda de poder do monarca para o Judiciário independente que havia se desenvolvido⁵¹². Ademais, já que os habitantes das colônias residiam em locais distantes da sede da coroa, eles não teriam levado o *common law* consigo, restando somente as normas efetivamente positivadas pelo legislativo inglês⁵¹³.

Não obstante existir tal teoria acerca da inaplicabilidade do *common law* inglês às colônias, observa-se outra realidade no dia a dia. Apesar de haver leis editadas pelo Parlamento inglês a reger a vida nas colônias (inclusive algumas aplicáveis especificamente a tais possessões), o *common law* inglês era constantemente aplicado em decisões judiciais, algo que, como ensina G. Edward White, até mesmo

⁵⁰⁹ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 116-117.

⁵¹⁰ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 116-117.

⁵¹¹ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, p. 117.

⁵¹² LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law**. Vol. 4. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, pp. 199-200.

⁵¹³ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, p. 117.

William Blackstone aceita como verdadeiro⁵¹⁴. Logo, o *common law* que surge nos territórios coloniais da América inspira-se diretamente no *common law* inglês.

A independência americana somente foi declarada em 4 de julho de 1776, com a edição da *Declaration of Independence*⁵¹⁵. Não obstante a independência das 13 colônias, não emergiu um *common law* americano naquele momento⁵¹⁶. Por isso, observa-se, inicialmente, grande continuidade entre o sistema jurídico inglês e o americano⁵¹⁷. O distanciamento maior e mais facilmente perceptível entre o *common law* inglês e o americano aconteceu somente no século 19, pois os juízes passaram a notar que influenciariam o comportamento humano para além dos casos individuais que julgavam⁵¹⁸. Como consequência, já que o *common law*, por natureza, embasa-se em precedentes jurisprudenciais que são observados em casos posteriores, de maneira a não só influenciar, mas a efetivamente determinar - quase como lei positivada - o comportamento das pessoas, os juízes americanos passaram a claramente moldar o *common law* dos Estados Unidos da América, o que o fez tomar forma própria e a, paulatinamente, distanciar-se do *common law* inglês⁵¹⁹⁻⁵²⁰. Como

⁵¹⁴ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 117-118.

⁵¹⁵ GRANT, Suzan-Mary. **A concise history of the United States of America**. New York: Cambridge University Press, 2012, pp. 103-106. MURRAY, Stuart. **American Revolution**. New York: DK Publishing, 2002, pp. 26-27.

⁵¹⁶ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5. O referido autor explica que, entre 1776 e 1818, as 13 colônias originais editaram, direta ou indiretamente, algum tipo de norma que lhes permitia ou fazia adotar o *common law* inglês ou parte das leis positivadas na Inglaterra.

⁵¹⁷ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁵¹⁸ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁵¹⁹ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

⁵²⁰ David Kershaw explica que um fenômeno curioso é visto no sistema jurídico americano, notadamente durante o século 19. Para o referido autor, durante tal período, os juízes americanos apegavam-se menos aos precedentes jurisprudenciais do que os juízes ingleses, o que decorre do "realismo jurídico" então prevalecente. Logo, continua o referido autor, os juízes americanos tinham e usufruíam de maior poder discricionário, com maior liberdade para julgar de acordo com o sentimento social mais amplo da época, escapando do formalismo e conservadorismo comumente visto no *common law*. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 8-10.

se verá, tal processo leva ao avanço das ideias que moldaram a *business judgment rule*.

5.2.1 *Common law* e *equity* no direito americano: dos territórios coloniais ao estado de Delaware

O direito americano – incluindo os princípios de *equity* nele observados - encontra-se dentro da “família” do *common law* enquanto sistema jurídico⁵²¹. Nos Estados Unidos da América, notadamente em período próximo ao da independência das 13 colônias originais, discutiu-se acaloradamente as vantagens e desvantagens de se manter sistema judiciário no qual coexistiriam os tribunais de *common law* e *equity*, de maneira similar ao visto na Inglaterra⁵²². Afinal de contas, até o século 17, a *equity* não era tão popular no continente americano como era na Inglaterra, sendo aplicada e existindo somente em poucos tribunais, como o de Maryland (notadamente a partir de 1632), bem como algumas tentativas iniciais observadas na Virgínia e na Nova Inglaterra⁵²³. Assim, explica Stanley N. Katz, enquanto Alexander Hamilton demonstra-se favorável à adoção do regime dual observado na Inglaterra, dividido entre os tribunais de *common law* e os de *equity*, outros não apreciavam tanto tal ideia⁵²⁴.

⁵²¹ LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American Law Vol. 3**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005, p. 30. KORNFIELD, Itzhak E. Equity in American and Jewish law. **Touro Law Review**, v. 36, n. 1, 2020, p 109.

⁵²² KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, pp. 257-258 e 262.

⁵²³ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 262. O referido autor explica que, naquele período, somente no estado de Maryland é que se viu tribunais de *equity* independentes.

⁵²⁴ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, pp. 257-258.

Motivos não faltavam para tal resistência inicial. Segundo Stanley N. Katz, as condições de vida no novo continente, muito mais simples do que às vistas na Inglaterra, não demandavam tribunais sofisticados⁵²⁵. Ademais, no século 17, a profissão dos advogados era ainda pouco desenvolvida no território da colônia onde mais tarde estariam os Estados Unidos da América, o que fazia emergir discussões jurídicas menos refinadas, diminuindo o campo e a possibilidade de aplicação da *equity* isoladamente, notadamente em tribunais próprios⁵²⁶. Um outro aspecto importante é que, naquela época, com base no Puritanismo, acreditava-se que *todos* os tribunais deveriam ser automaticamente *equitable* e buscar a justiça, indo além da mera aplicação automática da lei, o que tornaria desnecessário existir tribunais de *equity*⁵²⁷. Neste sentido, durante o desenvolvimento do Poder Judiciário colonial durante o século 17, percebeu-se haver atuação mais local do que propriamente um sistema centralizado como se via na Inglaterra. Em decorrência disso, os tribunais já seguiam os ideais Puritanos de justiça, atuando com características tanto de *common law* quanto de *equity*⁵²⁸. Mas, segundo Stanley N. Katz, a explicação mais aceita relaciona-se ao pouco tempo de vida dos tribunais da colônia durante o século 17, o que lhes permitia serem criativos e flexíveis, já que a falta de rigidez na aplicação das regras de *common law* ainda não abria muito espaço para ativismo judicial⁵²⁹.

A partir do século 18, contudo, seguindo a tradição inglesa, o *common law* amadurece e torna-se menos flexível, surgindo espaço para a *equity* emergir e ser

⁵²⁵ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILY, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 262.

⁵²⁶ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILY, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 262.

⁵²⁷ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILY, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 262.

⁵²⁸ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILY, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 263.

⁵²⁹ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILY, Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 263.

aplicada tanto em tribunais próprios quanto nos de *common law*⁵³⁰. Note-se que, enquanto em algumas colônias observa-se o aparecimento e o desenvolvimento de tribunais de *equity* independentes dos de *common law* (como, por exemplo, em Maryland – conforme já alertado -, Pennsylvania, Nova Iorque, Nova Jersey e Carolina do Sul), em outras (como em Nova Hampshire e parte da Nova Inglaterra) tais órgãos judicantes são unificados⁵³¹. O que fica claro, conclui Stanley N. Katz, é que havia maior rejeição aos tribunais de *equity* do que propriamente à aplicação dos seus princípios⁵³².

Delaware é um caso muito interessante. Com efeito, a *Court of Chancery* de tal estado foi criada em 1792, quando da promulgação de sua constituição⁵³³. Apesar de há muito ser vista como referência em direito societário, a notoriedade da *Court of Chancery* foi sobremaneira expandida, notadamente para fora dos limites geográficos dos Estados Unidos da América, durante a década de 1980, em decorrência de célebres casos de aquisições hostis de controle que culminaram por ser discutidos judicialmente⁵³⁴. Como explica Randy J. Holland, apesar da *Court of Chancery* de tal estado ser um tribunal de *equity*, o *common law* sempre foi aplicado conjuntamente na busca do que é justo⁵³⁵. Apesar de ter clara inspiração no seu ancestral inglês, a

⁵³⁰ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). Perspectives in American history*. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, p. 264.

⁵³¹ KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). Perspectives in American history*. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, pp. 264-265. O referido autor explica, contudo, que mesmo em algumas colônias da Nova Inglaterra em que se adotou sistema unitário, havia desejo de aderir aos tribunais de *equity* independentes. Um exemplo disso é Massachusetts, onde foram criados tribunais de *equity* “de fato” a partir de 1675 e que foram assim mantidos durante boa parte do período colonial.

⁵³² KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In: FLEMING, Donald; BAILYN, Bernard (coords.). Perspectives in American history*. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971, pp. 265, 282.

⁵³³ HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, v. 11, n. 3, 2009, p. 677.

⁵³⁴ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵³⁵ HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, v. 11, n. 3, 2009, pp. 677-67.

Court of Chancery de Delaware sempre adotou posicionamentos menos formais em relação ao processo judicial⁵³⁶. Segundo William T. Quillen e Michael Hanrahan, a visão da *Court of Chancery* de Delaware embasa-se em duas antigas ideias de origem inglesa: em primeiro lugar, *equity* tem forte base moral; em segundo lugar, reconhece que uma regra ampla e universal não será sempre aplicada com justiça em casos específicos e especiais⁵³⁷. Assim, *equity* é a aplicação flexível de princípios morais a situações e fatos específicos, para bem da justiça, e tal é a essência da *Court of Chancery* de Delaware até hoje mantida⁵³⁸.

A *Court of Chancery* de Delaware faz parte de interessante paradoxo. De fato, os tribunais ingleses de *equity*, que surgiram para trazer justiça aos casos que aparentemente não foram adequadamente resolvidos pelos juízes de *common law*, foram, por alguns séculos, muito populares e utilizados, servindo como contraponto ao Poder Judiciário independente da Coroa, como acima apontado⁵³⁹. Mas, por adotarem posição rígida com o passar do tempo, próxima da dos tribunais de *common law*, perderam prestígio e popularidade e acabaram por terem sua independência tolhida⁵⁴⁰. Já nos Estados Unidos da América, principalmente antes da independência declarada em 1776, houve resistência inicial à instalação de tribunais de *equity*, como também já apontado acima. Com o passar do tempo e a adoção de procedimentos flexíveis, as *Courts of Chancery* não só passaram a ser mais facilmente aceitas, mas

⁵³⁶ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵³⁷ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵³⁸ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵³⁹ V. item 4.2 *supra*. V., ainda, QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵⁴⁰ V. item 4.2 *supra*.

– ao menos algumas delas – sobrevivem até os dias atuais⁵⁴¹. A *Court of Chancery* de Delaware é, possivelmente, o melhor exemplo disso⁵⁴².

Observe-se que, antes mesmo de os Estados Unidos da América nascerem como país independente, cada colônia agia de maneira relativamente autônoma em relação às demais, e tal fato se refletiu na federação que se formou com a independência declarada em 1776, culminando naquilo que Roberta Romano chamou de “*the genius of American corporate law*”⁵⁴³. Conforme explica a referida autora, o direito societário americano é, em boa parte, estadual, o que permite às empresas escolher livremente o estado de constituição, sendo-lhes autorizado ter sede em unidade federativa distinta daquela em que tem seus atos constitutivos arquivados⁵⁴⁴⁻⁵⁴⁵. O sistema jurídico americano tem como princípio que o direito do estado de constituição é o que regerá boa parte das questões societárias, independentemente de onde mantenha sua sede ou venha a conduzir a maioria de seus negócios⁵⁴⁶. Isso se dá com base na chamada “*internal affairs doctrine*”, que determina que um único estado – via de regra, o de constituição – deve ser responsável por regular as relações

⁵⁴¹ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁵⁴² Mark J. Roe traz mais alguns elementos que exaltam a posição única da *Court of Chancery* de Delaware no contexto americano. Segundo o referido autor, além de o Judiciário de tal estado ser visto como altamente especializado em questões empresariais (mesmo sem propriamente ter qualquer tipo de designação legal neste sentido, pois a especialização deu-se de maneira natural), lá não se usa o tribunal do júri para lidar com tais casos, como seria visto em outras unidades federativas. Os juízes de Delaware, continua o referido autor, além de tudo, orgulham-se em acompanhar as tendências dos negócios, além de compreenderem a lógica empresarial, conhecendo muito bem seus próprios limites. ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 594.

⁵⁴³ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 1.

⁵⁴⁴ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 1. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1442.

⁵⁴⁵ Segundo Lucian Arye Bebchuk, o legislativo federal americano absteve-se totalmente de reger o direito societário até a edição da *Securities Act*, no ano de 1933. Note-se, contudo, que tal lei rege as ofertas públicas de valores mobiliários e não propriamente trata de questões essencialmente societárias, que, em boa parte, ainda são fruto de normatização estadual. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1442.

⁵⁴⁶ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1442-1443.

mantidas entre diretores, conselheiros de administração e acionistas, a atribuição de poderes aos órgãos da administração, os deveres fiduciários dos administradores, bem como mudanças essenciais na estrutura societária por meio de fusões, incorporações, cisões, dissoluções e liquidações⁵⁴⁷.

O regime federativo americano, explica Roberta Romano, traz vários benefícios para os cidadãos de maneira geral: (i) protege os indivíduos da possibilidade de o poder ser sobremaneira centralizado nas mãos do governo federal, já que os estados funcionam como contrapeso; (ii) os estados podem alocar bens públicos e serviços mais eficientemente do que o governo federal; e (iii) cria competição legislativa entre os estados⁵⁴⁸⁻⁵⁴⁹.

⁵⁴⁷ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1438. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 1-22 e 1-23. DEMOTT, Deborah A. Perspectives on choice of Law for corporate internal affairs. **Law and Contemporary Problems**, v. 48, n. 3, 1985, p. 161 e 164-165. Segundo esta última autora, há bastante tempo entende-se ser razoável que o estado de constituição seja o mesmo que edite normas de regência de boa parte das questões societárias “internas” das sociedades. Isso, afirma a autora, pode conduzir à conveniência na aplicação do direito e no aumento de sua previsibilidade. A referida autora explica, no entanto, que a *internal affairs doctrine* não se aplica a outras questões jurídicas, como, por exemplo, responsabilidade civil e contratos. Harvard Law Review explica que o direito societário pode variar substancialmente de estado para estado, o que torna importante tentar resolver de maneira eficiente a questão do conflito de leis. HARVARD LAW REVIEW. The internal affairs doctrine: theoretical justifications and tentative explanations for its continued primacy. **Harvard Law Review**, v. 115, n. 5, 2002, pp. 1489-1481. Observe-se, contudo, como explicam Deborah A. Demott e Harvard Law Review, que, apesar de a maioria dos estados americanos aplicar a *internal affairs doctrine*, há exceções, como Nova Iorque, Califórnia, Louisiana e Nova Jérsei, em relação às sociedades constituídas em outros estados e que não tenham seus valores mobiliários listados em uma bolsa de valores, cujo alcance seja de âmbito nacional. Tais estados, informam os referidos autores, aplicam leis locais às sociedades constituídas em outras unidades da federação, mas que, de alguma forma, conduzam negócios em seus territórios. Harvard Law Review ainda explica que os estados que se recusam a implementar a *internal affairs doctrine* podem possuir dois motivos distintos para fazê-lo: (i) aumentar a proteção legal aos acionistas residentes em seus territórios, ou (ii) minar o primado do estado de Delaware como local predileto para constituição e registro das companhias (abertas e fechadas) americanas (pois, ao se deixar de aplicar tal teoria, as sociedades teriam menos incentivos para lá se constituírem ou para lá se transferirem).

⁵⁴⁸ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 4-5. A referida autora aponta que o sistema federativo americano também apresenta desafios, dos quais podem ser citados (i) o aumento da competição entre estados pode levar ao acréscimo na concessão de subsídios locais que podem ser maiores do que os benefícios obtidos; (ii) pode haver sobreposição de órgãos governamentais federais e estaduais, o que demanda maior coordenação e poderá levar ao aumento indesejado de gastos na implementação de políticas públicas.

⁵⁴⁹ Não obstante serem os estados da federação americana os grandes responsáveis por editar regras de direito societário, à União resta competência para legislar e emitir normas sobre *insider trading*, *disclosure* nos mercados de capitais e de valores mobiliários e ofertas públicas para emissão (*public offerings*) e para aquisição (*tender offers*) de valores mobiliários. V., neste sentido, BEBCHUK, Lucian

Em tal competição legislativa, continua Roberta Romano, o direito societário pode ser visto como um “produto” a ser fornecido pelos estados e cujos consumidores são as empresas⁵⁵⁰. Assim, no entendimento da referida autora, tais “produtos” deveriam ser constantemente atualizados e ser fruto de inovação⁵⁵¹. É em tal contexto que o fisicamente diminuto estado de Delaware tornou-se um gigante no direito societário e atrai boa parte dos registros de atos constitutivos de companhias abertas americanas⁵⁵².

Note-se que, há algumas décadas, é travado intenso debate acerca dos motivos que fizeram de Delaware o epicentro do direito societário americano e, até certo ponto, mundial⁵⁵³. De um lado, autores como William L. Cary⁵⁵⁴ e Richard W. Jennings⁵⁵⁵ entendem que há uma “*race to the bottom*” (ou “*race for the bottom*”⁵⁵⁶), em que o direito foi alterado e moldado para favorecer os administradores societários (que passaram a usufruir de grande proteção e maior liberdade para agir), em detrimento dos acionistas⁵⁵⁷. Como resultado, muitas sociedades teriam sido atraídas pela legislação de Delaware por decisão dos administradores, os efetivos e grandes

Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1438.

⁵⁵⁰ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 6.

⁵⁵¹ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 16.

⁵⁵² ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 6 e 16. Note-se que a referida autora afirma, ainda, que o estado de Delaware não é necessariamente o mais inovador, mas raramente fica atrás dos demais, já que normalmente está entre os primeiros a imitar novidades trazidas por outras unidades da federação americana.

⁵⁵³ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 591.

⁵⁵⁴ CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974, p. 663.

⁵⁵⁵ JENNINGS, Richard W. Federalization of corporation law: part way or all the way. **The Business Lawyer**, v. 31, 1976, pp. 991-992.

⁵⁵⁶ JENNINGS, Richard W. Federalization of corporation law: part way or all the way. **The Business Lawyer**, v. 31, 1976, p. 992.

⁵⁵⁷ JENNINGS, Richard W. Federalization of corporation law: part way or all the way. **The Business Lawyer**, v. 31, 1976, p. 991. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 15.

beneficiários⁵⁵⁸. Segundo a visão da *race to the bottom*, o direito societário de Delaware seria fruto de suposto interesse financeiro de tal estado em atrair o maior número possível de sociedades (mesmo que poucas delas mantenham sede ou façam negócios em seu território), já que todas devem pagar os emolumentos cobrados para a constituição e, posteriormente, para a manutenção do estado de regularidade (“*good standing*”), que são importantes fontes de receitas para tal unidade federativa⁵⁵⁹.

De acordo com esta visão, que prevaleceu por um bom período na literatura acadêmica americana⁵⁶⁰, existiria uma competição entre estados para flexibilizar o direito societário, que é liderada por Delaware⁵⁶¹. Tal situação não seria benéfica e deveria ser controlada por meio da adoção de regras societárias de âmbito federal⁵⁶². A “federalização” do direito societário americano seria supostamente necessária para garantir que acionistas recebam proteção não oferecida pela legislação estadual⁵⁶³. Note-se que a ótica da *race to the bottom* apoia-se fortemente no estado (pois o direito societário seria a única fonte de proteção dos acionistas) e falha brutalmente ao não levar em consideração a existência de forças de mercado que, em tese, seriam capazes de impor restrições ao comportamento dos administradores⁵⁶⁴. Para Daniel

⁵⁵⁸ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1444.

⁵⁵⁹ FISCHER, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 915. CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974, p. 668. ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 6-8. ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 594.

⁵⁶⁰ WINTER, Ralph K. Foreword. In: ROMANO, Roberta **The genius of American corporate law**. Washington, D.C.: The AEI Press, 1993, p. ix.

⁵⁶¹ FISCHER, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 915. CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974, p. 668. ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 6.

⁵⁶² BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1438-1439 e 1444. CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974, p. 665.

⁵⁶³ FISCHER, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, pp. 913-914.

⁵⁶⁴ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992., p. 1444.

R. Fischel, a visão da *race to the bottom* traz um paradoxo difícil de ser explicado, pois estaria fulcrada, em boa parte, na ideia de que os acionistas são essencialmente irracionais: se existem inúmeras alternativas para alocarem suas economias no mercado, por qual motivo os investidores resolveriam escolher voluntariamente justamente as sociedades e os administradores com maior propensão a explorá-los (conforme supostamente permitido pela legislação Delaware)?⁵⁶⁵ Além de expor tal paradoxo, Daniel R. Fischel traz outro argumento muito importante e afirma que se a legislação societária de Delaware permitisse aos administradores facilmente explorar os acionistas, o preço das ações das companhias abertas lá constituídas certamente refletiria isso, tendendo a ter valor reduzido⁵⁶⁶. Em situação mais extrema, afirma o referido autor, em que as normas societárias de Delaware permitissem aos administradores facilmente desviar recursos econômicos para si, o valor das ações seria próximo de zero⁵⁶⁷. Contudo, complementa o referido autor, na média, as ações das companhias abertas constituídas em Delaware tendem a ter valor consideravelmente mais elevado do que em outras registradas em outros estados⁵⁶⁸. Logo, conclui o referido autor, as normas societárias de Delaware não seriam prejudiciais para os acionistas; ao contrário, seriam benéficas, e não seria necessária legislação de âmbito federal, principalmente para dar um basta à “*race to the bottom*”⁵⁶⁹.

⁵⁶⁵ FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 917.

⁵⁶⁶ FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 920. ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 15.

⁵⁶⁷ FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 920.

⁵⁶⁸ FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 920.

⁵⁶⁹ FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, pp. 920-921. V. ainda, neste sentido, ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 15.

Por isso há, de outro lado, autores como Daniel R. Fischel⁵⁷⁰, Ralph K. Winter⁵⁷¹ e Roberta Romano⁵⁷², que rejeitam a visão da *race to the bottom*⁵⁷³. Ao contrário, existira verdadeira “*race to the top*” (ou “*race for the top*”), em que a competição entre estados para atrair as sociedades os leva a adotar normas que criam e aumentam valor para os acionistas⁵⁷⁴. Tal visão não nega que Delaware e outros estados tenham adotado normas societárias menos intervencionistas (e menos protetivas em relação aos acionistas) e mais liberais⁵⁷⁵. Tais normas, na verdade, seriam benéficas por gerar mais valor para os acionistas e, logicamente, estariam alinhadas aos seus interesses⁵⁷⁶. O mercado, que constantemente vigia o resultado das empresas e o comportamento dos administradores⁵⁷⁷, serviria para dissuadir e desencorajar comportamento inapropriado por parte dos gestores e para evitar que estados com legislação que leve à “exploração” dos acionistas consigam influenciar o

⁵⁷⁰ FISCHEL, Daniel R. The “race to the bottom” revisited: reflections on recent developments in Delaware’s corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 917-918.

⁵⁷¹ WINTER, Ralph K. Foreword. *In*: ROMANO, Roberta **The genius of American corporate law**. Washington, D.C.: The AEI Press, 1993, pp. ix-xii. WINTER, Ralph K. State law, shareholder protection, and the theory of the corporation. **The Journal of Legal Studies**, v. 6, n. 2, 1977, pp. 254-255.

⁵⁷² ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 9.

⁵⁷³ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 15.

⁵⁷⁴ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1445. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, pp. 15-16.

⁵⁷⁵ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1445. WINTER, Ralph K. State law, shareholder protection, and the theory of the corporation. **The Journal of Legal Studies**, v. 6, n. 2, 1977, pp. 254-255.

⁵⁷⁶ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1445.

⁵⁷⁷ Para Daniel R. Fischel, os tribunais de Delaware reagiram às críticas dos proponentes da visão da *race to the bottom* e da necessidade de “federalizar” do direito societário e, em casos decididos durante a década de 1980, como se verá mais adiante neste trabalho, foi imposta, por meio da jurisprudência, certa limitação aos poderes dos administradores (e até de acionistas controladores), dando-se maior peso aos interesses de minoritários. FISCHEL, Daniel R. The “race to the bottom” revisited: reflections on recent developments in Delaware’s corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981, p. 923.

local de constituição e registro de sociedades⁵⁷⁸. As sociedades constituídas em estados com leis que facilitam a exploração dos acionistas estariam sujeitas a aquisições de controle, inclusive as hostis, e seus administradores sofreriam redução da remuneração da empregabilidade⁵⁷⁹. Além disso, as sociedades que operem sob um regime jurídico inadequado e que não conduza à criação de valor para seus acionistas não conseguiriam obter capital e competir adequadamente no mercado⁵⁸⁰. Assim, só os estados com normas societárias adequadas atrairiam grandes volumes de empresas e, segundo a ideia da *race to the top*, Delaware, portanto, estaria na frente de tal corrida por constantemente adotar regras de boa qualidade⁵⁸¹.

Note-se, todavia, que a visão da *race to the top* também tem seus problemas. De fato, como aponta Lucian Arye Bebchuk, a doção desta teoria cria presunção de que as normas societárias estaduais, principalmente as de Delaware, são eficientes⁵⁸². Contudo, existe um paradoxo que tal visão não é capaz de explicar: se tais normas são eficientes, como se explica a adoção, em nível estadual (inclusive em Delaware), de leis que tentam proteger companhias abertas de aquisições hostis de controle, sendo que os adeptos desta linha de pensamento normalmente acreditam que barreiras ou restrições a tais operações são economicamente ineficientes?⁵⁸³ Não obstante a falta de explicação adequada para tal paradoxo, a visão da “*race to the top*” foi importante para trazer à lume a importância que o mercado tem para disciplinar o

⁵⁷⁸ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992., p. 1445.

⁵⁷⁹ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1445. ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, pp. 14-15.

⁵⁸⁰ ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992, p. 15.

⁵⁸¹ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1445.

⁵⁸² BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

⁵⁸³ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

comportamento dos administradores, mesmo que com dificuldades e deficiências, pois os conselheiros e diretores ainda poderão manter comportamento indesejado⁵⁸⁴.

Uma terceira visão também tenta explicar o sucesso de Delaware. Com efeito, tal linha, chamada de “*race for predicability and stability*” por Lucian Arye Bebchuk⁵⁸⁵, embasa-se nos ensinamentos de Roberta Romano⁵⁸⁶ e vai no sentido de que o êxito de um estado na competição por atrair sociedades depende na sua habilidade em oferecer previsibilidade e estabilidade⁵⁸⁷. Afinal de contas, Delaware teria sido capaz de manter a liderança na competição por registros de sociedades, não obstante o seu direito societário ser similar ao de outras unidades da federação⁵⁸⁸.

A teoria desenvolvida por Roberta Romano embasa-se, em primeiro lugar, na ideia de que tanto a teoria da *race to the bottom* quanto a da *race to the top* possuem pontos em comum, pois ambas partem da mesma premissa de que existe competição entre estados para atrair registros de sociedades⁵⁸⁹. Mas, explica Roberta Romano, nenhuma das duas visões embasam-se em dados empíricos, o que torna difícil testá-las⁵⁹⁰. Por isso, a referida autora decidiu fazer um teste empírico, especificamente olhando para as chamadas “*reincorporations*”, levadas a cabo para que uma sociedade constituída fora de Delaware passe a ter seus atos constitutivos registrados

⁵⁸⁴ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

⁵⁸⁵ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

⁵⁸⁶ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, pp. 273-279.

⁵⁸⁷ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446

⁵⁸⁸ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

⁵⁸⁹ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 225.

⁵⁹⁰ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 225.

em tal estado⁵⁹¹. Para a autora, os dados demonstram que uma explicação satisfatória acerca do êxito de Delaware seria mais complexa do que indicam as duas teorias anteriormente exploradas⁵⁹². Os dados, explica a referida autora, demonstram que as sociedades mudam o estado de registro de seus atos societários para Delaware quando se envolviam ou antecipavam alterações substanciais em seus negócios ou em suas estruturas organizacionais⁵⁹³. Assim, as mudanças de estado de registro são particularmente vistas em três situações distintas, notadamente quando as sociedades (i) preparam-se para abrir o capital, (ii) pretendem implementar programa ativo de fusões e aquisições, ou (ii) querem efetivar e implementar dispositivos a serem utilizados como proteção contra aquisições hostis de controle⁵⁹⁴. Para os administradores das sociedades que transferem seus registros para Delaware, haveria suposta diferença substancial entre o direito societário do estado de origem e o do de destino (Delaware), e, por haver risco de as sociedades que administram envolverem-se em disputas judiciais, entendem que a mudança seria benéfica sob o ponto de vista jurídico⁵⁹⁵. Inclusive, para Roberta Romano, os benefícios seriam tão evidentes que as sociedades que transferem os registros de seus atos constitutivos para Delaware estariam dispostas a pagar taxas de manutenção de sociedades mais altas do que as cobradas por outros estados⁵⁹⁶.

⁵⁹¹ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 225.

⁵⁹² ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 225.

⁵⁹³ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 279.

⁵⁹⁴ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 279.

⁵⁹⁵ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 279.

⁵⁹⁶ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 279. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

Contudo, é importante ressaltar que, para a referida autora, o Legislativo de Delaware não se demonstra tão inovador quanto se imaginava⁵⁹⁷. Com efeito, tal unidade federativa é bem mais eficiente em adotar alterações na lei societária anteriormente aprovadas em outros estados do que propriamente em inovar, principalmente para manter suas leis atualizadas em relação às demais, mas não necessariamente estar à frente⁵⁹⁸. Mas, se o direito societário de Delaware não é necessariamente inovador, deve, então, existir algum outro motivo que atraia tantas sociedades. De fato, como Roberta Romano explica, há: o grande mérito de Delaware estaria, em boa parte, na estabilidade trazida por sua amplíssima jurisprudência societária, que dificilmente será replicada por qualquer outro estado da federação americana, bem como por ter um judiciário enxuto, mas altamente experiente e especializado⁵⁹⁹. O resultado disso é a segurança jurídica trazida pela previsibilidade dos resultados das decisões judiciais, o que muito ajuda no planejamento jurídico das empresas e na redução dos custos de fazer negócios^{600 601}. Assim, conclui a referida autora, o investimento feito em Delaware é um “ativo” que dificilmente será transportado para outro lugar, o que garante grande vantagem a tal estado para atrair sociedades para seu território⁶⁰². Lucian Arye Bebchuk, contudo, faz três comentários importantes a este respeito: em primeiro lugar, não está claro se tal estabilidade cria valor para os acionistas; em segundo lugar, a federalização do direito societário

⁵⁹⁷ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 240.

⁵⁹⁸ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 240. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1446.

⁵⁹⁹ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 280.

⁶⁰⁰ ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 280. BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1446-1447.

⁶⁰¹ Apesar de Mark J. Roe ter visão um pouco diferente, também entende que o corpo de precedentes jurisprudenciais de Delaware é tão importante que abandoná-lo representaria enorme custo para qualquer empresa. ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 594.

⁶⁰² ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985, p. 280.

poderia, em tese, surtir os mesmos efeitos com a criação de ampla e sedimentada jurisprudência; em terceiro lugar, um Judiciário federal também poderia ter a expertise detida pelos juízes de Delaware⁶⁰³.

Uma quarta visão, defendida por Mark J. Roe, parte de premissa diferente. Para o referido autor, mesmo que possa haver uma competição entre estados (por meio de uma *race to the bottom* ou uma *race to the top*), não se pode esquecer do diálogo mantido entre os estados e Washington (que assume a posição de centralizador federal)⁶⁰⁴. Com efeito, entende o referido autor, as questões jurídicas que mais possivelmente afetam o valor das empresas são vistas em nível federal⁶⁰⁵. Assim, as leis e regulamentos editados (i) durante a década de 1930 em decorrência de fraudes perpetradas no mercado de capitais, (ii) durante a década de 1980 para lidar com a onda de aquisições hostis, e (iii), durante os anos 2000, para mitigar a crise de governança corporativa após os escândalos de Enron e WorldComm seriam todos exemplos claros disso⁶⁰⁶. Logo, mesmo que o direito societário mantenha-se formalmente dentro da competência legislativa de Delaware, há sempre o risco de o legislativo e agências reguladoras federais influenciarem, direta ou indiretamente, o que acontece em tal estado⁶⁰⁷. Mesmo que exista uma competição legislativa entre estados, não se poderia ignorar o fato de supostamente também existir disputa com o Congresso Nacional americano, a SEC e outros entes com atribuição de editar regras de cunho societário⁶⁰⁸.

⁶⁰³ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, p. 1447-1448.

⁶⁰⁴ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 591.

⁶⁰⁵ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 591.

⁶⁰⁶ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 591.

⁶⁰⁷ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 591. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 17.

⁶⁰⁸ ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003, p. 592. KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 17.

Apesar de a regulação dos deveres fiduciários, por meio de regras precisas ser ineficiente, conforme alertado anteriormente⁶⁰⁹, a determinação *a posteriori* do conteúdo dos padrões abertos, com a construção caso a caso dos direitos e deveres dos administradores, representa tarefa árdua e que leva bastante tempo⁶¹⁰. Ademais, mesmo com o olhar prospectivo do *common law*, não seria factível criar, por meio de precedentes jurisprudenciais, normas para todas as questões que emergirão no futuro⁶¹¹. Além disso, não se pode esquecer que, muito comumente, os feitos são decididos pelos tribunais de maneira restritiva, aplicando-se ou criando-se novas regras em cada caso específico, o que pode fazer emergir dificuldades para interpretação e análise de casos posteriores, que muito possivelmente terão fatos e detalhes diferentes⁶¹².

Por isso, em decorrência da dinâmica da evolução do *common law* e dos efeitos exercidos pela *equity*, é de extrema importância entender e conhecer um pouco do progresso histórico da *business judgment rule*. Não obstante as ponderações de Lucian Arye Bebchuk, de que a “federalização” do direito societário pode ser positiva⁶¹³, Delaware mantém sua liderança e sofre atualmente poucas ameaças. É com este “pano de fundo” que se estudará a evolução jurisprudencial da *business judgment rule* no direito americano. Note-se, contudo, que a *business judgment rule* não se origina em Delaware, mas, como se verá, é lá que ela toma grande força e cada vez mais importância, avança e se desdobra.

⁶⁰⁹ V. item 2.3 *supra*.

⁶¹⁰ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, p. 1294.

⁶¹¹ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, p. 1294.

⁶¹² ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, p. 1294.

⁶¹³ BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992, pp. 1447-1448.

5.3 A GÊNESE DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* E O DIREITO AMERICANO

Como visto acima, o direito americano, ao nascer, sofreu direta influência do *common law* inglês, não obstante importantes autores, como William Blackstone e William Murray, entenderem não ser aplicável às possessões mantidas na América, pois supostamente somente o Parlamento britânico teria poder para editar leis lá aplicáveis⁶¹⁴. Mesmo depois da independência ter sido declarada pelas 13 colônias e todas terem soberania para desenvolver sistemas jurídicos independentes, fica claro que o *common law* inglês, enquanto sistema jurídico, mas notadamente como corpo de precedentes jurisprudenciais, exerceu enorme influência inicial sobre a evolução do direito americano e das decisões emanadas de tribunais espalhados pelos Estados Unidos da América⁶¹⁵. Somente após, o direito americano passou a paulatinamente andar com pernas próprias⁶¹⁶. A *business judgment rule* desenvolveu-se gradualmente em várias unidades federativas americanas, mas, como se verá, foi na jurisprudência do Estado de Delaware que encontrou seu verdadeiro lar e evoluiu plenamente. Por isso, os julgados a seguir analisados demonstram clara influência do sistema jurídico inglês sobre o desenvolvimento do americano.

É importante que se leve em conta que, não obstante os estados americanos terem sistemas jurídicos próprios e independentes, tribunais federais também possuem competência para julgar vários tipos de assuntos e, por isso, passaram a decidir casos relacionados com a gênese da *business judgment rule*. Assim, a seguir, serão inicialmente analisados casos decididos por tribunais federais. Após, nas seções seguintes, serão analisados arestos de origem de estados que não sejam

⁶¹⁴ WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985, pp. 116-117.

⁶¹⁵ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 81. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶¹⁶ HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp. 1-5.

Delaware, passando-se, após, para os principais julgados emanados do Poder Judiciário deste último estado.

5.3.1 Gênese da *business judgment rule* nos tribunais federais americanos

5.3.1.1 *Winters v. Sowles*

No caso *Winters v. Sowles*⁶¹⁷, julgado em 1887, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração de uma instituição financeira, o *First National Bank of St. Albans*, por terem aprovado empréstimos e descontos de títulos que posteriormente se demonstraram ruins⁶¹⁸. A lei federal americana proibia que mútuos concedidos a um único tomador representassem mais do que 10% do capital social de uma instituição financeira, sendo que foram outorgados empréstimos ao presidente do *First National Bank of St. Albans* equivalentes a 36%⁶¹⁹. A referida instituição financeira tornou-se insolvente e foi liquidada, o que levou o liquidante a processar os conselheiros de administração pelas perdas decorrentes dos empréstimos concedidos ao presidente do banco⁶²⁰.

O tribunal entendeu que, já que a lei federal atribuiu responsabilidade aos que sabidamente a violaram ou consentiram com o seu descumprimento, os conselheiros

⁶¹⁷ *Winters v. Sowles*, 24 Blatchf. 332, 31 F. 1 (C.C.D.Vt. April 06, 1887).

⁶¹⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 93. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶¹⁹ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 93. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶²⁰ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 93. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

de administração deveriam ser condenados a indenizar as perdas oriundas dos empréstimos concedidos ao presidente da instituição financeira⁶²¹. Não obstante, o tribunal também afirmou que, em relação a empréstimos concedidos a clientes, se os conselheiros de administração agiram desinteressadamente e de boa-fé, e que as decisões tenham sido tomadas nos melhores interesses da sociedade, tais administradores não poderiam ser pessoalmente responsabilizados por eventuais perdas sofridas pelo banco em relação aos empréstimos concedidos⁶²².

5.3.1.2 *Briggs v. Spaulding*

No caso *Briggs v. Spaulding et al.*⁶²³, julgado em 1891 pela *Supreme Court of the United States*, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração do *First National Bank of Buffalo* por não terem exercido adequadamente o dever de diligência e vigiado apropriadamente os negócios da sociedade⁶²⁴. A referida instituição financeira, cujas atividades iniciaram-se em 1864 e encerraram-se em 1882, teve sua liquidação determinada por estar insolvente, com a nomeação, pelo *Comptroller of the Currency*, de um liquidante (um *receiver*) para conduzir o processo⁶²⁵. O liquidante decidiu propor ação de responsabilidade contra os conselheiros de administração, por não terem exercido adequadamente o dever de

⁶²¹ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 93. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶²² SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 93-94. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶²³ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 US 132 (1891).

⁶²⁴ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 95-96. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁶²⁵ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 134. SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 95-96. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

diligência e falharem ao deixar de vigiar adequadamente os negócios da sociedade, o que teria levado à derrocada da referida instituição financeira⁶²⁶.

Segundo o liquidante, os conselheiros de administração não deram atenção aos negócios sociais, não mantiveram ou convocaram reuniões (regulares ou não), não nomearam comitês para examinar e fiscalizar os negócios sociais, não demandaram garantias na concessão de empréstimos, não examinaram pessoalmente a condução e a administração da sociedade, mas permitiram que os diretores administrassem a empresa sem vigilância⁶²⁷. Ademais, o liquidante também afirmou que os conselheiros de administração permitiram que as reservas financeiras do banco ficassem abaixo do permitido pela legislação federal americana, e que as perdas sofridas pela instituição financeira, em boa parte, originaram-se de operações de crédito e descontos bancários cursados ilegalmente (e que poderiam ter sido evitadas se os referidos administradores tivessem exercido suas funções adequadamente)⁶²⁸.

Os conselheiros de administração também foram acusados de permitir que empréstimos ruins fossem efetuados para o presidente da instituição financeira e para outros parentes e amigos do referido executivo, inclusive sem garantias mínimas normalmente exigidas, o que, em grande parte, levou à quebra do banco⁶²⁹. Por isso, o liquidante propôs ação para tentar recuperar as perdas sofridas em decorrência do exercício inadequado dos deveres dos conselheiros de administração⁶³⁰. A decisão é curiosa, pois, não obstante o tribunal afirmar que é incumbência dos conselheiros de administração exercitar corretamente o dever de diligência e supervisionar (o que

⁶²⁶ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 136.

⁶²⁷ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 136.

⁶²⁸ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), pp. 137-138.

⁶²⁹ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 139.

⁶³⁰ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 139.

claramente não se vislumbra no caso), os referidos administradores não foram pessoalmente responsabilizados pelas perdas sofridas pela instituição financeira⁶³¹.

Um aspecto importante da decisão é que o tribunal entende que o grau de cuidado a ser exercido pelos conselheiros de administração depende do sujeito a quem se refere e, por isso, cada caso deve ser resolvido com base em suas próprias circunstâncias⁶³². Ademais, afirma o tribunal, os conselheiros de administração não podem ser vistos como garantidores da “fidelidade” dos *agents* que tenham trazido para a administração da sociedade, e não podem ser responsabilizados por perdas decorrentes de omissão ou atos faltosos praticados por outros administradores, a não ser que as perdas sejam consequência direta da sua própria negligência⁶³³. Especificamente no caso de conselheiros de administração de instituições financeiras, as circunstâncias levaram o tribunal a acreditar que os deveres de tais administradores não são de “máxima diligência” (“*utmost diligence*”), o que lhes alocaria obrigação de indenizar mesmo em caso de “pequena negligência” (“*slightest neglect*”). Com efeito, o dever de tais administradores seria meramente “ordinário” (“*ordinary care*”) no exercício de suas funções, exceto se tiverem conhecimento de algo que pudesse gerar suspeita da prática de atos ilícitos⁶³⁴.

Como explica Dalvinder Singh, isso representa dizer que, para que os conselheiros de administração sejam condenados a indenizar, não basta a constatação de “*simple negligence*”, devendo ser observada “*gross negligence*” no exercício de suas funções⁶³⁵. Esta decisão, que é vista por Patrick J. Ryan como o caso mais antigo a tratar propriamente da “*business judgment rule*”⁶³⁶, tornou-se o

⁶³¹ BOLLES, Albert S. The duty and liability of bank directors. **The Yale Law Journal**, v. 12, n. 5, mar. 1903, p. 299.

⁶³² *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 147.

⁶³³ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), p. 147.

⁶³⁴ *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 U.S. 132 (1891), pp. 147-148.

⁶³⁵ SINGH, Dalvinder. **Banking regulation of UK and US financial markets**. Hampshire: Ashgate, 2007, p. 108.

⁶³⁶ RYAN, Patrick J. Strange bedfellows: corporate fiduciaries and the general law compliance obligation in section 2.01(a) of the American Law Institute's Principles of Corporate Governance. **Washington Law Review**, v. 66, n. 2, 1991, p. 448; SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule:**

ponto de partida de discussão da responsabilidade de conselheiros de administração de instituições financeiras⁶³⁷.

5.3.1.3 *Bowerman v. Hamner*

No caso *Bowerman v. Hamner*⁶³⁸, julgado em 1919 pela *Supreme Court of the United States*, também se discutiu a responsabilidade de conselheiros de administração de instituições financeiras. O *First National Bank of Salmon* foi constituído em 1906 e entrou em processo de liquidação em 1911, que culminou com uma ação proposta pelo liquidante (um *receiver*) contra os conselheiros de administração e os diretores da sociedade, para apuração de responsabilidade por má gestão⁶³⁹.

Segundo a ação proposta pelo liquidante, alguns diretores efetuaram, em nome da instituição financeira, empréstimos de alta monta (inclusive ao arrepio da lei bancária federal americana) à *Salmon Lumber Company*, empresa controlada por familiares do presidente do banco, sem a obtenção de garantias, não obstante o fato de a referida sociedade não ter capacidade financeira para tomar as quantias que lhe foram emprestadas⁶⁴⁰. Ademais, alegou-se na ação proposta, que vários outros empréstimos, de valores consideráveis, também teriam sido concedidos sem os cuidados costumeiramente tomados por instituições financeiras na concessão de

l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 99. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. Note-se, contudo, que o referido aresto não menciona ou utiliza a expressão *business judgment rule*, que ainda não havia sido cunhada.

⁶³⁷ KERN, Stacey Taylor. *Atherton v. FDIC: the final word on bank officer and director liability*. **North Carolina Banking Institute**, v. 2, n. 1, 1992, pp. 158-159.

⁶³⁸ *Bowerman v. Hamner*, 250 US 504 (1919).

⁶³⁹ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 101. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), p. 506.

⁶⁴⁰ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 506-507.

crédito⁶⁴¹. Em ambos os casos, os conselheiros de administração supostamente sabiam das operações e nada fizeram a respeito delas⁶⁴². Também foi alegado que Bowerman, conselheiro de administração da referida instituição financeira, teria descumprido seu dever de diligência, pois (i) jamais participou de qualquer reunião do conselho de administração; (ii) não examinou – ou jamais determinou que fossem examinados – os livros e registros contábeis da instituição financeira para verificar suas condições; (iii) não se informou adequadamente acerca dos empréstimos e outras operações creditícias levadas a cabo durante o período que antecedeu a derrocada do banco⁶⁴³.

Segundo Bowerman afirma em sua defesa, a principal razão para se manter tão distante dos negócios e decisões empresariais, mesmo tendo assumido o cargo de conselheiro de administração, é o fato de residir a aproximadamente 200 milhas de distância da sede da empresa, o que dificultaria muito a comunicação entre ele e a sociedade. Além disso, informa que nunca teria sido consultado acerca da condução dos negócios do banco⁶⁴⁴.

No caso, foi demonstrado que, apesar de os estatutos sociais (*by-laws*) da sociedade determinarem que todas as operações creditícias ativas da instituição financeira fossem previamente aprovadas pelo conselho de administração, tais negócios eram realizados, na prática, pelo diretor-presidente e pelo tesoureiro sem qualquer controle dos conselheiros de administração⁶⁴⁵. Os referidos estatutos sociais também determinavam que o conselho de administração se reunisse ao menos uma vez por mês, o que não se observou.⁶⁴⁶ Ademais, constatou-se, no caso, enorme desídia no exercício das atividades bancárias da sociedade, inclusive em desrespeito

⁶⁴¹ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), p. 507.

⁶⁴² *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 506-507.

⁶⁴³ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), p. 507.

⁶⁴⁴ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 507-508.

⁶⁴⁵ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 509-510.

⁶⁴⁶ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 509-510.

às normas bancárias de âmbito federal⁶⁴⁷. Não obstante tudo isso, Bowerman pede sua absolvição por não haver provas de que ele pessoalmente tenha autorizado as operações de crédito que posteriormente se demonstraram deletérias⁶⁴⁸. O referido conselheiro de administração, que foi condenado a indenizar por prejuízos decorrentes do descumprimento do dever de diligência, interpôs recurso perante a *Supreme Court of the United States* e seu caso foi aceito para análise⁶⁴⁹. O recurso foi improvido⁶⁵⁰.

5.3.1.4 *Bates v. Dresser*

O caso *Bates v. Dresser*⁶⁵¹, julgado em 1920 pela *Supreme Court of the United States*, é mais um em que se debate a responsabilidade de conselheiros de administração de instituições financeiras⁶⁵². O *National City Bank of Cambridge*, um pequeno banco com poucos funcionários, com sede no estado de Massachusetts, foi vítima de desvios de recursos, cometidos por um dos empregados⁶⁵³. A instituição financeira teve suas atividades encerradas em decorrência dos desvios, o que levou à sua liquidação⁶⁵⁴. Foi nomeado um liquidante (um *receiver*), que promoveu ação contra os conselheiros de administração e os diretores da sociedade, por

⁶⁴⁷ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 509-510;

⁶⁴⁸ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), p. 510.

⁶⁴⁹ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), p. 507.

⁶⁵⁰ *Bowerman v. Hamner*, 250 U.S. 504 (1919), pp. 515-516.

⁶⁵¹ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920).

⁶⁵² *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 527-529.

⁶⁵³ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 527-529.

⁶⁵⁴ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 527-529.

descumprimento de seus deveres fiduciários, notadamente o de diligência, com vistas a obter indenização pelas perdas sofridas com os desvios de recursos⁶⁵⁵.

Um fato importante a ser levado em consideração neste caso é que o banco passava por inspeções semestrais levadas a cabo por “*national bank examiners*”, que nada de errado encontraram em relação aos desvios praticados⁶⁵⁶. Dresser era o presidente da instituição financeira, enquanto Coleman era o contador⁶⁵⁷. Este último cometia os desvios e conseguia escondê-los por meio de lançamentos contábeis fraudulentos; havia desconfiança que um dos funcionários seria responsável pelos crimes cometidos, sem que se suspeitasse especificamente de Coleman⁶⁵⁸.

Não obstante a desconfiança existente, o presidente da instituição financeira nada fez para investigar e, por isso, culminou por ser condenado a indenizar⁶⁵⁹. Os conselheiros de administração, contudo, não foram condenados⁶⁶⁰. Segundo a *Supreme Court of the United States*, a situação do presidente da instituição financeira, por ser diretor, era bem diferente da dos conselheiros de administração; enquanto aquele encontrava-se no dia a dia das operações do banco, com amplo acesso a tudo e a todos, na posição de “*master of the situation*”, aqueles, como conselheiros de administração, tinham funções restritas e poderiam fiar-se em informações que lhes tenham sido fornecidas, como os relatórios emitidos pelos *national bank examiners*, sem a necessidade de maiores investigações⁶⁶¹. Por isso, os conselheiros de administração foram exonerados⁶⁶².

⁶⁵⁵ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 527-529.

⁶⁵⁶ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), p. 529.

⁶⁵⁷ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 528-529.

⁶⁵⁸ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), p. 529.

⁶⁵⁹ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), p. 530.

⁶⁶⁰ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), p. 530.

⁶⁶¹ *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 530-531.

⁶⁶² *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920), pp. 530-531.

5.3.1.5 *Barnes v Andrews*

O último caso a ser analisado nesta seção é *Barnes v. Andrews*⁶⁶³, julgado em 1924, que não se refere a uma instituição financeira, mas está relacionado à falência de sociedade empresária, a *Liberty Starters Corporation*, que produziria peças para automóveis e aviões⁶⁶⁴. Enquanto a sociedade preparava-se para iniciar suas atividades empresariais de produção e comercialização de peças, diretores e outros empregados foram contratados por elevados salários; a fábrica já havia sido construída e equipada com equipamentos⁶⁶⁵.

A produção de partes já havia sido iniciada, mas não a de peças completas e prontas para serem comercializadas, sendo constatado atraso nas atividades. Como resultado, a sociedade, que havia captado fundos por meio de emissão de ações, ficou sem caixa suficiente para continuar suas atividades e um liquidante (um *receiver*) foi nomeado para dar fim à companhia⁶⁶⁶

Andrews, conselheiro de administração pelo prazo aproximado de oito meses, foi processado pelo liquidante para que indenizasse a sociedade pelas perdas oriundas do gerenciamento defeituoso conduzido pela diretoria⁶⁶⁷. Durante o período de permanência de Andrews no cargo, somente duas reuniões do conselho de administração aconteceram, sendo que ele participou de uma e ausentou-se da outra, em decorrência do falecimento de sua mãe⁶⁶⁸. Durante sua permanência no cargo de conselheiro de administração, informou-se sobre os assuntos empresariais da

⁶⁶³ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924).

⁶⁶⁴ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 614-615.

⁶⁶⁵ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 614-615.

⁶⁶⁶ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 614-615.

⁶⁶⁷ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 614-615.

⁶⁶⁸ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 615.

sociedade somente por meio de conversas pouco formais com o presidente da companhia, algo que não acontecia regularmente⁶⁶⁹.

Segundo a ação proposta pelo liquidante, Andrews não teria exercido adequadamente seu cargo de conselheiro de administração ao não zelar corretamente pelos negócios da sociedade, notadamente por não prestar atenção aos salários pagos com desperdício, o que se deu principalmente na fase em que a produção de peças ainda não havia sido iniciada. Os problemas da fábrica teriam sido potencializados pela incompetência do gerente da fábrica, bem como pelos desentendimentos entre este e o engenheiro, cujas patentes eram necessárias à produção das peças, levando a inúmeros atrasos⁶⁷⁰. Por isso, a ação versa sobre a responsabilidade geral de Andrews em relação à derrocada da sociedade⁶⁷¹.

O tribunal afirmou que, durante o período que Andrews permaneceu no conselho de administração, somente duas reuniões ocorreram, sendo que o referido administrador compareceu a uma e ausentou-se justificadamente da segunda, o que impede que ele seja acusado de ter negligenciado suas funções⁶⁷². Logo, sua responsabilidade somente poderia estar atrelada à conduta relacionada aos negócios empresariais de maneira geral, não ao fato de ter deixado de participar das reuniões do conselho de administração⁶⁷³.

O problema que emerge, segundo o tribunal, é que as obrigações dos conselheiros de administração são sobremaneira incertas, pois são oriundas de declarações vagas e sem significado preciso, como, por exemplo, que tais administradores devem dar “atenção razoável” aos negócios empresariais⁶⁷⁴. O tribunal também ressalta que, não obstante, sob o direito americano, os conselheiros

⁶⁶⁹ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 615.

⁶⁷⁰ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷¹ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷² *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷³ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷⁴ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

de administração serem coletivamente considerados administradores da sociedade, deles não se espera a condução individual dos negócios empresariais, o que poderia perturbar a autoridade dos diretores e destruir as suas responsabilidades específicas⁶⁷⁵. Logo, aos conselheiros de administração caberia aconselhar os diretores, bem como a obrigação de se manter informados, inclusive em relação a alguns detalhes acerca dos negócios empresariais, o que, entendeu o tribunal, Andrews falhou em executar adequadamente ao simplesmente conversar superficialmente com o presidente da companhia sobre as atividades da sociedade⁶⁷⁶.

Andrews, na visão do tribunal, deveria ter solicitado maiores detalhes acerca dos negócios empresariais, ao invés de se contentar com informações de que as coisas pareceriam promissoras⁶⁷⁷. Se Andrews assim tivesse agido, saberia dos atrasos relacionados ao início da produção industrial e que colocavam toda a companhia em risco⁶⁷⁸. Não obstante o tribunal entender que Andrew não tenha exercido adequadamente seu dever de se informar acerca dos negócios empresariais, também interpretou que não seria caso de condená-lo, pois não ficou claro – e também não foi alegado pelo autor - o que o réu poderia ter concretamente feito para evitar a derrocada da empresa⁶⁷⁹. Logo, tudo ficaria no campo das hipóteses e das suposições, o que não seria admissível, principalmente para determinar o futuro de Andrews⁶⁸⁰. Aceitar o contrário, afirma o tribunal, levaria a uma enorme dificuldade de se atrair pessoas para assumir posições similares a de Andrews, pois lhes seria imposta obrigação de sempre ter êxito nos negócios empresariais⁶⁸¹. Por isso, o tribunal concluiu que não há prova que a negligência de Andrews tenha causado

⁶⁷⁵ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷⁶ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷⁷ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 615-616.

⁶⁷⁸ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 616-617.

⁶⁷⁹ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), pp. 616-617.

⁶⁸⁰ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 617.

⁶⁸¹ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 617.

qualquer perda à companhia⁶⁸². Logo, Andrews não foi condenado a indenizar a companhia⁶⁸³.

Apesar de traços da gênese da *business judgment rule* serem encontrados em tais julgados de lavra de tribunais federais americanos, os arestos originários de tribunais estaduais, notadamente Delaware, certamente predominam. Por isso, serão analisados, a seguir, casos de vários estados americanos importantes no estudo das origens da *business judgment rule* e sua aplicação no direito dos Estados Unidos da América.

5.3.2 Gênese da *business judgment rule* na jurisprudência estadual americana

5.3.2.1 Gênese da *business judgment rule* na jurisprudência estadual americana, excluindo-se Delaware

Nesta parte do trabalho, serão estudados inúmeros julgados, de diversos estados.

5.3.2.1.1 *Percy v. Millaudon*

⁶⁸² *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 618.

⁶⁸³ *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924), p. 620.

O caso *Percy v. Millaudon*⁶⁸⁴, julgado em 1829 pela *Louisiana Supreme Court*, é considerado um marco histórico, pois é visto como o primeiro caso decidido em território americano que, além de tratar do dever de diligência, traz os primeiros traços daquilo que seria a *business judgment rule* nos Estados Unidos da América⁶⁸⁵. O aresto versa sobre a responsabilidade de conselheiros de administração do falido Planter's Bank, acusados de condutas fraudulentas e desleais em relação à sociedade⁶⁸⁶. Segundo os fatos alegados pelos autores da ação, os conselheiros de administração teriam permitido – ou, em algumas situações, teriam até mesmo ajudado - que o presidente e o caixa do Planter's Bank efetuassem descontos de títulos que, somados, representavam valores consideráveis, e que tais operações demonstraram-se deletérias para a referida instituição financeira⁶⁸⁷. Os descontos teriam sido feitos sem a intervenção dos conselheiros, o que era exigido pela lei que permitiu a constituição da instituição financeira, supostamente restando caracterizada a má-conduta por parte de tais administradores⁶⁸⁸.

Os réus defenderam-se de maneira a negar todos os fatos e alegações feitas contra eles no processo, notadamente as acusações de fraude e de conluio⁶⁸⁹. Segundo os réus, nenhuma decisão teria sido tomada individualmente, mas tão somente no âmbito do conselho de administração e de boa-fé, sem qualquer vestígio de corrupção ou más-intenções⁶⁹⁰.

⁶⁸⁴ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829).

⁶⁸⁵ MCMURRAY, Marcia M. An historical perspective on the duty of care, the duty of loyalty, and the business judgment rule. **Louisiana Law Review**, v. 40, n. 3, 1987, p. 606. MCEACHIN, Thomas M. Theriot v. Bourg: the demise of the business rule in Louisiana? **Louisiana Law Review**, v. 59, n. 1, 1998, pp. 384-385. ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979, p. 97. SCARBOROUGH, Ryan; OLDERMAN, Richard. Why does the FDIC sue bank officers? Exploring the boundaries of the business judgment rule in the wake of the great recession. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 20, n. 2, 2015, p. 373. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 26.

⁶⁸⁶ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 68-69.

⁶⁸⁷ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), p. 69.

⁶⁸⁸ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), p. 69.

⁶⁸⁹ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 71-72.

⁶⁹⁰ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 71-72.

Com base nas acusações feitas e nas defesas apresentadas, a decisão de primeira instância traz as seguintes conclusões: (i) não obstante o dinheiro do banco ter sido amplamente mal utilizado, não haveria qualquer prova que permitisse responsabilizar os conselheiros de administração; e (ii) as perdas da sociedade seriam somente imputáveis às condutas impróprias do presidente e do caixa⁶⁹¹.

Foi interposta apelação e o recurso foi apreciado pela *Louisiana Supreme Court*. No julgamento do recurso, o tribunal entendeu que os conselheiros de administração são *agents* ou mandatários dos acionistas, tendo poderes para gerenciar dos negócios empresariais; em caso de “infidelidade” (“*infidelity*”), deveriam ser pessoalmente responsabilizados por seus atos⁶⁹². Para que se verifique existência de culpa, o tribunal afirmou, seria necessário apurar terem agido com negligência no exercício da diligência e do cuidado, e, para que se chegue à correta conclusão, deve-se compreender a natureza das obrigações assumidas pelos referidos administradores⁶⁹³.

Em algumas situações, deve-se exercer a diligência em grau máximo, responsabilizando-se os *agents* pelos menores deslizes; em outras, o cuidado e a atenção devem ser meramente ordinários⁶⁹⁴. Os conselheiros de administração de um banco, afirma o tribunal, pela natureza dos deveres assumidos, enquadram-se no último caso, em que o cuidado e a atenção meramente ordinários bastariam, notadamente por não haver qualquer expectativa, previsão em estatuto social ou em lei de que os referidos administradores do Planter’s Bank devessem dedicar-se ao banco em tempo integral⁶⁹⁵.

Logo, se não lhes foi apontado ou trazido a conhecimento qualquer fato ou circunstância que os fizessem desconfiar do comportamento do presidente e do caixa,

⁶⁹¹ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 72-73.

⁶⁹² *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 74-75.

⁶⁹³ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 74-75.

⁶⁹⁴ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 74-75.

⁶⁹⁵ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 76-77.

o cuidado e atenção exercidos de maneira meramente ordinária seriam suficientes; mas, caso os conselheiros de administração tivessem conhecimento de fatos desabonadores da conduta do presidente e do caixa, o exercício de maior diligência seria necessário⁶⁹⁶. O tribunal conclui que interpretar o caso de outra maneira seria o mesmo que fazer o *agent* assumir responsabilidade por todos os erros de julgamento, independentemente do nível de diligência exercido ou exigido, o que criaria enormes dificuldades para que alguém aceitasse a posição de conselheiro de administração⁶⁹⁷.

5.3.2.1.2 *State of Louisiana v. Bank of Louisiana*

No caso *State of Louisiana v. Bank of Louisiana*⁶⁹⁸, julgado em 1834 pela *Louisiana Supreme Court*, debateu-se a extensão do poder discricionário que os conselheiros de administração do Bank of Louisiana teriam para determinar a distribuição de rendimentos resultantes da venda de *bonds*⁶⁹⁹. A referida instituição financeira, que era controlada pelo estado da Louisiana, também tinha acionistas privados⁷⁰⁰. O procurador geral do estado da Louisiana entrou com ação contra os conselheiros de administração do Bank of Louisiana para (i) exigir que o resultado positivo da venda dos *bonds* fosse todo distribuído como lucro para os acionistas; (ii) que os conselheiros de administração fossem proibidos de aprovar resolução ou incluir dispositivo no contrato de venda dos *bonds* que reduzisse o direito dos acionistas de receber, como lucro, o resultado positivo da venda dos *bonds*; e (iii) forçar que o fundo de reserva criado para garantir o pagamento dos *bonds* aos credores (um *sinking fund*) fosse obrigado a disponibilizar boa parte do superávit

⁶⁹⁶ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 76-77.

⁶⁹⁷ *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), pp. 76-78.

⁶⁹⁸ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872).

⁶⁹⁹ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 746-748.

⁷⁰⁰ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 746-748.

financeiro da venda dos referidos títulos para ser distribuído em benefício do estado da Louisiana⁷⁰¹.

A referida instituição financeira se opôs aos pedidos feitos pelo procurador geral do estado da Louisiana e afirmou que (i) cabe ao conselho de administração decidir sobre a distribuição de lucros da instituição financeira depois de considerar a necessidade de manter parte do lucro obtido em seus cofres; (ii) está dentro de seu poder discricionário aprovar resoluções e incluir dispositivos no contrato de venda dos *bonds* que possam levar à menor distribuição de lucros do banco aos acionistas; e (iii) o conselho de administração não pode interferir nas deliberações do *sinking fund* acerca da retenção de dinheiro que será utilizado para garantir o pagamento dos *bonds* aos credores⁷⁰²

A *Louisiana Supreme Court* decidiu que parte do lucro deve, de fato, ser distribuído aos acionistas do banco, incluindo-se o estado da Louisiana, mas que não deve interferir no poder discricionário do conselho de administração acerca das decisões societárias a este respeito ou no sentido de aprovar resoluções ou incluir dispositivos no contrato de venda dos *bonds*, bem como não poderia interferir nas deliberações do *sinking fund*⁷⁰³. O referido tribunal decidiu, ainda, que o conselho de administração do banco tem poderes discricionários para decidir qual porção dos lucros seria aconselhável ser distribuída, e em que periodicidade. Por fim, foi decidido que seria necessário apresentar-se razões muito fortes para exigir que um tribunal venha a interferir nas decisões dos conselheiros de administração acerca da quantidade de lucros a serem distribuídos aos acionistas⁷⁰⁴.

⁷⁰¹ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 754-755.

⁷⁰² *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 755-756.

⁷⁰³ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 762-763.

⁷⁰⁴ *Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (1872), pp. 762-763.

5.3.2.1.3 *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*

No caso *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*⁷⁰⁵, julgado em 1831 pela *Court of Chancery* do estado de Nova Iorque, discutiu-se a competência do tribunal de *equity* para julgar ações propostas contra *corporations* e seus conselheiros de administração, bem como a responsabilidade de tais administradores em caso de descumprimento ou falta dolosa de seus deveres fiduciários⁷⁰⁶

A *Mercantile Insurance Company* atuava nos setores de seguros e planos de previdência e pensões privadas (“*annuities*”)⁷⁰⁷. Alegou-se, na ação proposta, que a companhia (i) supostamente estaria insolvente e (ii) teria violado a lei que aprovou seus atos constitutivos por conceder pensões vitalícias sem ter segregado parte de seu capital social na forma de um fundo para cumprir especificamente as obrigações decorrentes de tais encargos⁷⁰⁸.

O tribunal concluiu que a companhia não estaria insolvente, apesar de o valor de negociação de suas ações ser de aproximadamente 50% do valor de emissão⁷⁰⁹. O tribunal também concluiu que não teria ocorrido qualquer desrespeito à lei ou aos atos constitutivos da sociedade⁷¹⁰. Se a sociedade estivesse insolvente, afirma o tribunal, haveria claros poderes para, por exemplo, nomear um liquidante (um *receiver*) para tratar de pôr fim à companhia⁷¹¹. Ademais, em caso de descumprimento da lei ou dos atos constitutivos, haveria competência do tribunal para aplicar medidas

⁷⁰⁵ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831).

⁷⁰⁶ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 189. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020. *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafos 4 e 5.

⁷⁰⁷ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 8.

⁷⁰⁸ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafos 7 e 8.

⁷⁰⁹ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 7.

⁷¹⁰ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 8.

⁷¹¹ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 15.

judiciais⁷¹². Contudo, não é o caso do processo, e o tribunal conclui que não deve interferir nos negócios e decisões empresariais, que caberão ao seu conselho de administração⁷¹³.

5.3.2.1.4 *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*

No caso *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*⁷¹⁴, julgado em 1847 pela *Alabama Supreme Court*, discutiu-se a responsabilidade de um conselheiro de administração por suposto descumprimento de seus deveres ao autorizar a contratação e pagamento de remuneração a outro conselheiro de administração do *Branch Bank at Mobile*⁷¹⁵. William E. Starke, um dos conselheiros de administração, com salário anual equivalente a US\$1.000,00, foi incumbido de outras funções, com remuneração extra de US\$500,00 por ano⁷¹⁶. Segundo o *The Branch Bank at Mobile*, o banco autor da ação, um dos conselheiros de administração que aprovou a contratação de William E. Starke para as funções extraordinárias deveria ser condenado a indenizar a referida instituição financeira, já que tal pacto seria ilegal, levando à sociedade a ter perda financeira com a remuneração paga⁷¹⁷.

Apesar de a ação ter sido procedente em primeira instância, em grau de recurso a decisão foi reformada⁷¹⁸. Em primeiro lugar, entendeu a *Alabama Supreme Court*, não caberia ao próprio banco entrar com a ação, pois a legitimidade seria do

⁷¹² *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 8.

⁷¹³ *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831), parágrafo 14.

⁷¹⁴ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847).

⁷¹⁵ KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018, p. 69.

⁷¹⁶ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), pp. 192-193.

⁷¹⁷ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), pp. 194-195.

⁷¹⁸ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), pp. 194-195.

estado do Alabama⁷¹⁹. Em segundo lugar, a decisão de aprovar a contratação para funções extraordinárias foi tomada por órgão colegiado, não por um conselheiro individualmente; logo, não caberia a um único conselheiro de administração o pagamento de indenização ao banco⁷²⁰. Conclui o tribunal que um conselheiro de administração não será responsável por perdas sofridas pelo banco de uma decisão tomada com base em erro de julgamento, a não ser que tenham agido de forma absolutamente errada (“*grossly wrong*”), de maneira a caracterizar fraude ou a falta de conhecimento necessário para a execução dos deveres que tenham sido assumidos por ele ao aceitar o cargo⁷²¹. Por fim, o tribunal especificamente afirma que, a determinação de se pagar remuneração a um dos conselheiros de administração por serviços extraordinários que tenham sido executados, mesmo que ilegal, não coloca tais administradores em posição de ter de indenizar se a decisão for tomada de boa-fé e com honesta intenção de beneficiar o banco⁷²².

5.3.2.1.5 *Hodges v. New England Screw Co.*

No caso *Hodges v. New England Screw Co.*⁷²³, julgado em 1850 pela *Rhode Island Supreme Court*, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração por descumprimento de seus deveres, bem como a possibilidade de os acionistas processarem tais administradores, caso a própria sociedade não o faça⁷²⁴.

⁷¹⁹ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), p. 195.

⁷²⁰ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), p. 195.

⁷²¹ *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), p. 191.

⁷²² *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847), p. 191.

⁷²³ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850).

⁷²⁴ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 312.

A *New England Screw Company* foi constituída em 1840⁷²⁵. Em 1847, foi convocada uma reunião do conselho de administração para deliberar sobre uma proposta de constituição de uma nova sociedade, cujo nome empresarial seria *Providence Iron Company*, com um terço do capital a ser subscrito pela *New England Screw Company*, que também venderia à nova companhia determinados ativos a preço de custo, sendo que tudo foi devidamente votado, aprovado e posteriormente executado conforme proposto⁷²⁶.

O autor da ação, um dos acionistas, propôs durante a referida reunião de conselho de administração que os demais sócios deveriam subscrever o capital da *Providence Iron Company* em nome próprio, não no da companhia que administravam, mas tal proposta foi rechaçada⁷²⁷. Não obstante, quando foi assinada uma petição com o pedido de constituição da *Providence Iron Company*, somente os nomes dos acionistas apareciam, incluindo-se o do autor da ação, sem que a *New England Screw Company* figurasse como solicitante, sendo que a nova sociedade foi constituída conforme a aprovação do conselho de administração desta última⁷²⁸.

No processo, os réus foram acusados de (i) ocultar importantes informações e documentos do autor; (ii) de terem violado os estatutos sociais (*by-laws*) da sociedade; e (iii) de terem desviado negócios e recursos empresariais da *New England Screw Company* para a *Providence Iron Company*, reduzindo o lucro daquela⁷²⁹. Em primeira instância, tais acusações foram consideradas improcedentes por não haver provas que as corroborassem⁷³⁰. Por fim, o autor alegou que houve desvio de fundos e créditos da *New England Screw Company* para a *Providence Iron Company*, o que teria ocasionado o declínio da prosperidade da sociedade, levando

⁷²⁵ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 313.

⁷²⁶ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 314.

⁷²⁷ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 314.

⁷²⁸ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), pp. 314-315.

⁷²⁹ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), pp. 315-316.

⁷³⁰ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 316.

ao risco de perdas irreparáveis ao autor da ação⁷³¹. Em decorrência disso, o autor pediu ao tribunal (i) que determinasse a dissolução (ao menos em parte) da conexão societária entre as duas companhias; (ii) que os conselheiros de administração fossem condenados a indenizar o autor; e (iii) que determinasse que o autor passasse a ter acesso aos livros e documentos societários⁷³².

Em sede de defesa, os conselheiros de administração disseram, dentre outras coisas, que o autor jamais se opôs à constituição das duas sociedades, ou alegou a existência de ilegalidades. Além disso, os conselheiros negaram que a *Providence Iron Company* tenha dívidas que colocavam em risco os negócios empresariais⁷³³. Por fim, os conselheiros de administração negaram o cometimento de fraude e afirmaram que conduziram os negócios empresariais sempre levando em consideração os melhores interesses da *New England Screw Company* e de seus acionistas⁷³⁴.

Segundo o tribunal, os conselheiros de administração são responsáveis por exercer cuidado ordinário, equivalente ao que o homem prudente o faria em relação aos seus próprios negócios⁷³⁵. Ademais, ao exercer suas funções, os conselheiros de administração deverão agir sempre de acordo com os seus respectivos entendimentos, não em conformidade com o que espera o autor da ação⁷³⁶. Os conselheiros de administração não devem ser responsabilizados por erros inocentes, negligência não dolosa e erros honestos de julgamento, mas somente por fraude e negligência intencionais, e por falta de conhecimento e cuidado ordinários⁷³⁷.

Para o tribunal, o autor deveria ter provado (i) que os conselheiros de administração cometeram abuso fraudulento da confiança que lhes foi depositada, ou

⁷³¹ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 316.

⁷³² *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 316.

⁷³³ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), pp. 317-318.

⁷³⁴ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), pp. 317-318.

⁷³⁵ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 324.

⁷³⁶ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 324.

⁷³⁷ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 324.

que agiram com falta de conhecimento e cuidado ordinários, o que equivaleria à quebra de confiança; e (ii) tenha sofrido efetiva perda como consequência de abusos cometidos⁷³⁸. O tribunal concluiu que os administradores não agiram com excesso de poder nas operações cursadas, pois teriam poderes para tanto, afinal, uma *corporation* pode fazer tudo que não lhe seja expressamente proibido, cabendo aos administradores representá-la⁷³⁹.

Em suma, o tribunal entendeu que conselheiros de administração somente devem ser responsabilizados em caso de descumprimento fraudulento da confiança que lhes foi depositada. Ademais, caso os referidos administradores tenham violado os termos dos instrumentos constitutivos, não assumirão responsabilidade pessoal se a violação resultou de erro de julgamento do que seus poderes efetivamente seriam e não se constatou falta de cuidado e prudência ordinárias⁷⁴⁰.

5.3.2.1.6 *Spering's Appeal*

No caso *Spering's Appeal*⁷⁴¹, julgado em 1872 pela *Pennsylvania Supreme Court*, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração da National Safety Insurance and Trust Company, que se tornou insolvente entre 1860 e 1861⁷⁴². Foi proposta ação contra diversos conselheiros de administração por suposta má-gestão fraudulenta ("*fraudulent mismanagement*")⁷⁴³.

⁷³⁸ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 327.

⁷³⁹ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), pp. 327-330.

⁷⁴⁰ *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850), p. 313.

⁷⁴¹ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872).

⁷⁴² *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 12-13.

⁷⁴³ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), p. 13.

A referida sociedade era uma instituição financeira sediada na cidade da Philadelphia⁷⁴⁴. Na ação proposta contra os conselheiros de administração alegou-se cometimento de fraude na subscrição e integralização de capital, bem como e na concessão de empréstimos, ambos em relação aos conselheiros de administração⁷⁴⁵. Estes, em sede de defesa, alegaram que não houve cometimento de fraude e que, além disso, a sociedade jamais teria sofrido perdas com os empréstimos a eles concedidos, ou que os referidos administradores tivessem obtido qualquer ganho pessoal⁷⁴⁶.

O tribunal concordou que não houve cometimento de fraude, apropriação indébita ou qualquer ganho ilegal por parte dos conselheiros de administração⁷⁴⁷. Note-se que, na ação proposta, foi pedido que os conselheiros de administração fossem condenados a indenizar a sociedade por terem autorizado operações financeiras que, posteriormente, tenham se mostrado deletérias, ocasionando a sua ruína⁷⁴⁸. Por isso, o tribunal analisou o comportamento dos conselheiros de administração durante o exercício de suas funções, chegando à conclusão que os referidos administradores podem, em tese, ser responsabilizados em caso de (i) perdas oriundas de fraude, desfalques ou má-conduta dolosa perpetradas por eles próprios; (ii) quebra da confiança que lhes foi depositada e que lhes beneficie pessoalmente (e não os acionistas); ou (iii) falta de atenção e culpa graves e que possam ter permitido aos *agents*, diretores ou outros conselheiros de administração cometer fraude e assemelhados⁷⁴⁹.

⁷⁴⁴ RHOADS, C. Brewster. Personal liability of directors for corporate mismanagement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 65, n. 2, p. 128-144, dez. 1916, p. 129.

⁷⁴⁵ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 15-16.

⁷⁴⁶ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 17-18.

⁷⁴⁷ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 20-21.

⁷⁴⁸ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 21-22.

⁷⁴⁹ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 24-25. RHOADS, C. Brewster. Personal liability of directors for corporate mismanagement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 65, n. 2, p. 128-144, dez. 1916, p. 130.

Não obstante, o tribunal também entendeu que os conselheiros de administração não podem ser condenados pelo cometimento de erros de julgamento em suas resoluções empresariais, pouco importando que as decisões, posteriormente, demonstrem-se absurdas ou ridículas, desde que sejam honestas e dentro dos poderes e da discricão que lhes seria inerente na condução dos negócios sociais⁷⁵⁰. Assim, não sendo constatada prática de atos que possam levar à condenação dos réus, mas meros erros de julgamento, todos foram absolvidos⁷⁵¹.

5.3.2.1.7 *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*

No caso *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*⁷⁵², julgado em 1912 pela *Court of Appeals* do estado de Nova Iorque, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração da *Wabash Railroad Company* por supostamente terem violado seus deveres em relação à sociedade e aos respectivos acionistas, e pelo possível cometimento de fraude e atos considerados *ultra vires*.

George J. Gould, Thomas H. Hubbard, Winslow S. Pierce, John T. Terry e Henry K. McHarg eram conselheiros de administração da *Wabash Railroad Company*, constituindo a maioria dos votos do referido órgão⁷⁵³. Tais conselheiros de administração autorizaram a emissão, pela *Wabash Railroad Company*, de ações que conjuntamente tinham valor de face de US\$10.000.000,00, a serem subscritas pela *Wabash-Pittsburg Terminal Railway Company* e integralizadas como um lote de ações

⁷⁵⁰ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), pp. 24-25. RHOADS, C. Brewster. Personal liability of directors for corporate mismanagement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 65, n. 2, p. 128-144, dez. 1916, p. 130. S.S.A. Liability of directors for negligent mismanagement. **University of Pennsylvania School of Law**, v. 82, n. 4, fev. 1934, p. 307.

⁷⁵¹ *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872), p. 25.

⁷⁵² *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912).

⁷⁵³ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

desta última, com idêntico valor de face⁷⁵⁴. A *Wabash-Pittsburg Terminal Railway Company* vendeu, por US\$20.000.000,00, a um consórcio de investidores (um “*syndicate*”) em que os conselheiros de administração da *Wabash Railroad Company* participavam, (i) debêntures (*bonds*) com garantia real que, conjuntamente, tinham valor de face US\$34.400.000,00, e (ii) as ações de emissão da *Wabash Railroad Company* que detinha⁷⁵⁵. Naquele momento, as debêntures tinham valor de mercado equivalente a US\$22.000.000,00, e as ações de emissão da *Wabash Railroad Company* foram entregues ao consórcio de investidores na forma de doação⁷⁵⁶. Apesar de as ações de emissão da *Wabash Railroad Company* terem liquidez e bom valor de mercado, as da *Wabash-Pittsburg Terminal Railway Company* não, não tendo, portanto, efetivo valor de mercado⁷⁵⁷.

Em decorrência disso, os autores entenderam que tais operações seriam ilegais e teriam sido feitas em violação dos deveres fiduciários dos referidos conselheiros de administração em relação à sociedade e aos acionistas, representando verdadeira fraude, devendo ser consideradas como *ultra vires*⁷⁵⁸.

Foram trazidos aos autos, pelos autores, trechos dos atos constitutivos e das leis societárias dos estados onde os instrumentos de constituição da sociedade foram registrados que proibiriam tanto a emissão de ações que não sejam integralizadas em dinheiro, trabalho ou outros ativos efetivamente recebidos, quanto aumentos fictícios de capital ou de endividamento da companhia, o que tornaria nulas as operações cursadas⁷⁵⁹.

O âmago da ação proposta seria a doação recebida pelos referidos conselheiros de administração de ações de emissão *Wabash Railroad Company*,

⁷⁵⁴ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

⁷⁵⁵ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

⁷⁵⁶ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

⁷⁵⁷ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

⁷⁵⁸ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

⁷⁵⁹ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 121-122.

equivalentes a US\$10.000.000,00⁷⁶⁰. O tribunal decidiu que, via de regra, acionistas minoritários não podem questionar atos e decisões dos conselheiros de administração, exceto se os controladores rejeitarem tais atos e decisões⁷⁶¹. Ademais, afirma o tribunal, questões relacionadas à política de administração, bem como outras relacionadas ao direcionamento legal dos ativos empresariais em benefício da própria empresa, devem ficar ao alvedrio das decisões honestas e desinteressadas dos conselheiros de administração, sem restrições e questionamentos, mesmo que tais deliberações posteriormente demonstrem-se inadequadas⁷⁶². Não obstante, o tribunal decidiu que as decisões não foram desinteressadas e podem ser consideradas fraudulentas, pois os conselheiros de administração canalizaram para si ações de emissão da sociedade, enquanto esta recebeu contraprestação absolutamente inadequada (ações de emissão da *Wabash-Pittsburg Terminal Railway Company* no lugar de dinheiro), o que seria proibido pela lei, que não permite que os referidos administradores exercitem seus poderes para obter vantagem ou ganho pessoal⁷⁶³.

5.3.2.2 Gênese da *business judgment rule* na jurisprudência dos tribunais do estado de Delaware

A *business judgment rule* não tem sua gênese na jurisprudência dos tribunais do estado de Delaware, mas é lá que ela encontrou seu lar definitivo, avançou e passou a irradiar e influenciar o direito de outras unidades federativas americanas, com mais ou menos intensidade, a depender da localidade, principalmente a partir da década de 1980⁷⁶⁴. Por isso, passa-se, agora, ao estudo dos primeiros casos que

⁷⁶⁰ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 122-123.

⁷⁶¹ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 123-124.

⁷⁶² *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 123-124.

⁷⁶³ *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912), pp. 124-125.

⁷⁶⁴ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, pp. 2307-2320.

discutiram as ideias que formaram a base da *business judgment rule* na jurisprudência do referido estado americano.

5.3.2.2.1 *Butler v. New Keystone Copper Company*

No caso *Butler v. New Keystone Copper Company*⁷⁶⁵, julgado em 1915 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade da proposta permuta de praticamente todos os ativos da *New Keystone Copper Company*, uma *corporation* constituída no estado de Delaware, por ações de emissão da *Inspiration Consolidated Copper Company*, estabelecida no estado de Maine, principalmente com vistas a evitar a distribuição de bens daquela sociedade para seus acionistas⁷⁶⁶.

A *Keystone Copper Company*, que era proprietária de uma mina de cobre que ainda estava em fase de prospecção e análise inicial para determinação do potencial de exploração e de retorno financeiro, não detinha as instalações e equipamentos para extrair e beneficiar o referido mineral⁷⁶⁷. A mina localizava-se entre duas outras de propriedade da *Inspiration Consolidated Copper Company*, o que levou os conselheiros de administração da *Keystone Copper Company* à conclusão de que não seria inteligente tentar desenvolver a própria jazida, e que deveriam permutar por ações de emissão daquela outra companhia praticamente todos os ativos da sociedade, mantendo em seus balanços somente dinheiro e alguns valores mobiliários⁷⁶⁸.

Para que a operação fosse levada a cabo, foi convocada uma assembleia geral extraordinária dos acionistas da *Keystone Copper Company*, cujo aviso de

⁷⁶⁵ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380.

⁷⁶⁶ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, p. 372.

⁷⁶⁷ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 372-373.

⁷⁶⁸ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 372-373.

convocação foi acompanhado de uma carta do presidente do conselho de administração com explicações acerca do acordo de permuta proposto e detalhes do capital da *Inspiration Consolidated Copper Company*⁷⁶⁹. Se efetivada a operação, os acionistas da *Keystone Copper Company* poderiam receber, como distribuição, ações da *Inspiration Consolidated Copper Company* e os demais ativos financeiros excluídos da negociação⁷⁷⁰.

Com base na convocação feita, foi proposta ação com pedido de liminar em que se alegou que a operação somente poderia ser legalmente executada como uma incorporação (*merger*) ou uma fusão (*consolidation*), mas não na maneira apresentada, que seria ilegal nos termos da legislação do estado de Delaware, pois, dentre outras coisas, compeliria o autor, enquanto acionista da *Keystone Copper Company*, a aceitar a negociação entabulada pelos conselheiros de administração⁷⁷¹. Foi concedida liminar para que se impedisse que a operação fosse submetida à assembleia geral extraordinária convocada até que o caso fosse devidamente apreciado pela *Court of Chancery* do estado de Delaware⁷⁷². A ação foi contestada para afirmar a legalidade da operação nos termos dos atos constitutivos da *Keystone Copper Company*, desde que aprovada por pelo menos 75% de todos os acionistas da sociedade⁷⁷³.

As alegações feitas pelo autor e a defesa apresentada levaram a *Court of Chancery* do estado de Delaware a entender que não se cogitou, em momento algum, que os administradores da sociedade tenham agido com má-fé ou obtido vantagem pessoal ao proporem aos acionistas a permuta de ativos entre as duas sociedades em comento⁷⁷⁴. Assim, não existindo qualquer prova de que os termos financeiros da operação e que a deliberação dos conselheiros de administração da *Keystone Copper*

⁷⁶⁹ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 372-373.

⁷⁷⁰ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

⁷⁷¹ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

⁷⁷² *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 374-375.

⁷⁷³ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 374-375.

⁷⁷⁴ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

Company sejam inadequados, a decisão dos referidos administradores não será questionada caso não se constate qualquer ilegalidade⁷⁷⁵.

Em uma empresa próspera e em marcha, a venda de todos ou substancialmente todos os ativos da sociedade seria vista como desautorizada se ao menos um acionista se opusesse. Contudo, se a empresa não for lucrativa e não tiver boas perspectivas, os detentores da maioria das ações podem, mesmo contra a vontade dos minoritários, aprovar a venda de todos os ativos com vistas à liquidação da sociedade⁷⁷⁶. Ademais, entendeu o tribunal, se os instrumentos constitutivos da sociedade contiverem qualquer autorização para comprar e vender ativos minerários e ações de outras companhias, os conselheiros de administração poderão autorizar, sem aprovação dos acionistas, a negociação de menos que a totalidade dos ativos da *Keystone Copper Company*. Alternativamente, com a aprovação de acionistas detentores de ao menos 75% do capital social, os conselheiros de administração, desde que não tenham agido em conluio e os termos da negociação sejam justos, poderão negociar a permuta de ativos minerários da sociedade por ações de outra companhia⁷⁷⁷.

Um outro aspecto importante ressaltado pela *Court of Chancery* do estado de Delaware é que a permuta proposta não representaria incorporação ou fusão das sociedades, de fato ou de direito, já que as duas sociedades manter-se-iam independentes e continuariam a exercer suas atividades de maneira separada. Por fim, o tribunal resolveu revogar a liminar anteriormente concedida, já que se rejeitou a ideia de que eventual distribuição de ações recebidas na permuta equivaleria, na prática, à liquidação desautorizada da sociedade. Além disso, não se propôs efetivamente à assembleia geral a distribuição de ações ou outros ativos aos acionistas, e não se poderia simplesmente presumir que os conselheiros de administração tomariam qualquer medida ilegal⁷⁷⁸.

⁷⁷⁵ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

⁷⁷⁶ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

⁷⁷⁷ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

⁷⁷⁸ *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380, pp. 373-374.

5.3.2.2.2 *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America*

No caso *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America*⁷⁷⁹, julgado em 1923 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade da venda de todos os ativos da Steel & Tube Company of America para a Sheet & Tube Company por US\$73.077.739,67, enquanto o valor contábil de tais ativos era de US\$94.337.426,11, o que representa uma diferença de mais de US\$20.000.000,00⁷⁸⁰. Em decorrência da grande diferença entre o valor contábil e o efetivo preço de venda, a Allied Chemical & Dye Corporation e a By-Products Coke Corporation - ambas acionistas minoritárias da Steel & Tube Company of America, detendo a primeira 16% e a segunda 4% das ações ordinárias do seu capital – propuseram ação com pedido de liminar para impedir a referida operação⁷⁸¹.

A *Court of Chancery* do estado de Delaware, com base na lei societária deste estado, declarou, em primeiro lugar, que a sociedade pode decidir vender, alugar ou permutar todos os ativos sociais nos termos e condições que os conselheiros de administração julguem convenientes e dentro dos melhores interesses da companhia, desde que exista autorização para tanto, mediante voto afirmativo da maioria das ações com direito a voto (ou maior quórum, se assim designado nos atos constitutivos)⁷⁸². Não obstante, o tribunal decidiu que a maioria dos acionistas deve sempre levar em conta, de maneira honesta e com boa-fé, se as condições de venda

⁷⁷⁹ *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America*, 14 Del.Ch. 1, 120 A. 486 (Del.Ch. Mar 28, 1923).

⁷⁸⁰ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 125. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸¹ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 125. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸² SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 125. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

dos ativos da sociedade são justas e vantajosas também para os minoritários⁷⁸³. Isso decorreria do fato de existirem deveres fiduciários a serem observados pela maioria dos acionistas em relação aos minoritários, da mesma maneira como eles existem entre os conselheiros de administração e todos os detentores de ações⁷⁸⁴. Assim, os acionistas que compõem a maioria não podem ter qualquer tipo de vantagem em detrimento dos minoritários, e o preço de venda dos ativos deve ser justo e adequado⁷⁸⁵.

Havendo inadequação no preço de venda que possa ser razoavelmente considerada como resultado de um exercício honesto de julgamento, não se considerará que houve cometimento de fraude e o ato será visto como legal⁷⁸⁶. Contudo, se a inadequação do preço for grosseira e bem distante do se imaginaria ser um valor de venda justo, que somente possa ser vista como fraude ou imprudência, ela não será permitida⁷⁸⁷. No caso específico, a *Court of Chancery* entendeu que a diferença entre o valor contábil e o efetivo preço de venda era muito grande, o que ensejaria maior investigação. Por tal motivo, foi imposta a proibição liminar da venda dos ativos para se apurar judicialmente o valor justo de venda⁷⁸⁸.

⁷⁸³ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, pp. 125-126. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸⁴ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 126. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸⁵ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 126. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸⁶ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 126. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸⁷ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 126. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

⁷⁸⁸ SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule**: l'essai sur les sources de la règle. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015, p. 127. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

5.3.2.2.3 *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*

No caso *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*⁷⁸⁹, julgado em 1924 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade da decisão tomada pelos conselheiros de administração da Pittsburgh Oil Refining Corporation no sentido de determinar a venda de todos os ativos societários para Poe Davies e Joseph Kennedy⁷⁹⁰. Uma assembleia geral extraordinária da Pittsburg Oil Refining Corporation foi convocada para deliberar sobre a venda dos ativos da sociedade, tendo em vista que a referida companhia demonstrava-se deficitária⁷⁹¹. Aprovou-se, em tal conclave, autorização para que os conselheiros de administração pudessem determinar a venda de todos os bens de propriedade da sociedade, nas condições que entendessem estar de acordo com os melhores interesses da própria companhia e por preço mínimo de US\$450.000,00, negociando-se os ativos conjunta ou separadamente⁷⁹². A aprovação deu-se com voto da totalidade dos acionistas presentes, apesar de o autor da ação não ter comparecido ou votado⁷⁹³. Aprovada a venda dos ativos em assembleia geral, os conselheiros de administração iniciaram o processo ao solicitar ofertas de pelo menos três interessados em adquirir os referidos bens, que submeteram suas respectivas ofertas⁷⁹⁴.

Em uma das ofertas recebidas, que foi feita pela Hood Trading Company, o preço ofertado era de US\$274.235,00 por parte dos ativos colocados à venda, sendo que a Pittsburgh Oil Refining Corporation manteria bens no valor de US\$213.711,67, o que representaria a uma oferta equivalente a US\$487.946,67⁷⁹⁵. Uma outra oferta,

⁷⁸⁹ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924).

⁷⁹⁰ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹¹ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹² *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹³ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹⁴ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹⁵ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

segundo a *Court of Chancery* do estado de Delaware, mereceria ser mencionada: aquela feita por Poe Davies e Joseph Kennedy, em que se propôs a aquisição e todos os ativos da sociedade pelo preço de US\$466.650,00⁷⁹⁶. Não obstante a oferta feita pela Hood Trading Company parecer ser mais elevada, os conselheiros de administração resolveram aceitar a feita por Poe Davies e Joseph Kennedy, que englobava todos os ativos sociais⁷⁹⁷. Em decorrência disso, a ação foi proposta por acionista não presente à assembleia geral extraordinária, com vistas a impedir que os conselheiros de administração da Pittsburgh Oil Refining Corporation levassem a cabo a referida venda, que supostamente não estaria de acordo com os melhores interesses da sociedade⁷⁹⁸.

Ao decidir o caso, o tribunal levou em consideração alguns fatores. Em primeiro lugar, apesar de o caso *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America* ser especificamente mencionado como fonte de direito, os fatos de ambos discrepam, pois, neste, (i) não se verifica propriamente a existência de acionistas que supostamente compõem a maioria dos votos e (ii) não se verifica qualquer elemento de interesse pessoal (como, por exemplo, os sócios que compõem a maioria tentarem extrair vantagem em detrimento dos minoritários)⁷⁹⁹. Além disso, presume-se, legalmente, que os conselheiros de administração agem de boa-fé em relação aos interesses da sociedade, o que tem como consequência que a referida venda de ativos deve ser analisada como se os administradores honestamente acreditassem estar a garantir os melhores termos e condições para a companhia⁸⁰⁰. Assim, a venda de ativos deverá ser examinada sob presunção favorável, em que os conselheiros de administração que a negociaram honestamente acreditavam terem

⁷⁹⁶ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹⁷ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹⁸ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 46-47.

⁷⁹⁹ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), p. 47.

⁸⁰⁰ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), p. 48.

obtido termos e condições positivos, de acordo com os melhores interesses da sociedade⁸⁰¹.

O último passo dado pelo tribunal em seu exame acerca da legalidade da venda de ativos foi o de analisar os termos e condições propriamente ditos para verificar se eram tão manifestamente injustos de maneira a indicar fraude e, assim, superar a presunção positiva que favorece os conselheiros de administração⁸⁰². Desde o início, observa-se que a venda conjunta de todos os ativos era a que interessava a várias partes, inclusive ao autor da ação, que já havia tentado adquiri-los anteriormente⁸⁰³. Entre as duas ofertas recebidas pela Pittsburgh Oil Refining Corp. e debatidas no caso, uma feita pela Hood Trading Company e a outra por Poe Davies e Joseph Kennedy, havia uma diferença de alguns milhares de dólares, mas, se aceita a primeira, a sociedade manteria ativos em seu balanço e teria de negociá-los e por eles receber separadamente; enquanto na segunda (que foi efetivamente aceita), os adquirentes pagariam por tudo e tornar-se-iam responsáveis por quaisquer procedimentos posteriores⁸⁰⁴. Assim, as ofertas feitas não podem ser objetivamente comparadas e, para os conselheiros de administração, o mais importante era receber mais dinheiro de antemão e, por isso, a oferta feita por Poe Davies e Joseph Kennedy foi a escolhida⁸⁰⁵. Assim, o tribunal não entendeu ser a operação ilegal⁸⁰⁶.

5.3.2.2.4 *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*

⁸⁰¹ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), p. 48.

⁸⁰² *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 48-49.

⁸⁰³ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 48-49.

⁸⁰⁴ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 48-49.

⁸⁰⁵ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), pp. 48-49.

⁸⁰⁶ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924), p. 51.

No caso *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*⁸⁰⁷, julgado em 1926 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade da decisão tomada pelos conselheiros de administração no sentido de determinar a emissão de novas ações, dentro do capital autorizado, por valor abaixo (i) do preço de negociação no mercado e (ii) do preço de emissão de outra classe⁸⁰⁸. O capital autorizado da General Gas Electric Corporation, constituída em 1925, consistia em 1.700.000 ações de duas espécies distintas, a saber, ordinárias e preferenciais. Do total, as ordinárias representavam 1.200.000 de ações, divididas em duas classes, A e B, sendo a primeira com 800.000 e a segunda com 400.000⁸⁰⁹. O caso girava em torno da legalidade da emissão de ações ordinárias classe A⁸¹⁰.

Grosso modo, os direitos relacionados à distribuição de lucros referente às ações ordinárias das classes A e B são resumidamente os seguintes: uma vez pagos dividendos aos preferencialistas, os detentores de ordinárias classe A teriam direito de receber dividendos não cumulativos de US\$1,50 por ação. Após, os detentores de ações ordinárias classe B teriam direito de receber lucros na mesma quantidade⁸¹¹.

O conselho de administração aprovou, em setembro de 1925, a emissão de ações ordinárias da classe A, a serem subscritas pelos acionistas que já fossem detentores de outras ações da mesma classe, por US\$25,00 cada, a serem integralizadas com dividendos⁸¹². Pouco tempo depois, em novembro de 1925, o conselho de administração aprovou nova emissão de ações ordinárias classe A, a serem subscritas por quaisquer outros acionistas da sociedade, por US\$45,00 cada⁸¹³. Em dezembro de 1925, o valor contábil (*book value*) da ação ordinária classe A era maior do que US\$25,00, enquanto a cotação de tais títulos no mercado

⁸⁰⁷ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926).

⁸⁰⁸ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 120.

⁸⁰⁹ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 120.

⁸¹⁰ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 120.

⁸¹¹ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 121.

⁸¹² *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), pp. 122-123.

⁸¹³ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), pp. 122-123.

secundário (inicialmente no New York Curb Market e, após, na New York Stock Exchange) entre os meses de julho de 1925 e janeiro de 1926, variou entre aproximadamente US\$50,00 e US\$64,00⁸¹⁴.

A ação foi proposta para que o tribunal impedisse (i) a emissão das ações ordinárias classe A pelo preço de US\$25,00 e (ii) que tais títulos fossem vendidos por preço abaixo do valor justo de mercado (“*fair Market value*”)⁸¹⁵.

Segundo a *Court of Chancery*, as ações podem valer mais ou menos de acordo com o patrimônio da sociedade.⁸¹⁶ Além disso, o preço de emissão de ações sem valor nominal não é balizado pelo valor de negociação de tais títulos no mercado secundário, e quando os conselheiros de administração aprovarem a emissão de tais títulos por preço abaixo do valor real, presumir-se-á que tais administradores agiram de boa-fé e de maneira justa⁸¹⁷. Apesar de as duas emissões terem sido aprovadas em curto espaço de tempo e por preços diferentes, o tribunal entendeu não haver ilegalidade, principalmente pelo fato de a sociedade ou os demais acionistas não terem sofrido qualquer tipo de perda⁸¹⁸.

5.3.2.2.5 *Allaun v. Consolidated Oil Co.*

No caso *Allaun v. Consolidated Oil Co.*⁸¹⁹, julgado em 1929 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade da venda de ativos da

⁸¹⁴ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), pp. 123-124.

⁸¹⁵ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 124.

⁸¹⁶ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), p. 121.

⁸¹⁷ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), pp. 120-121.

⁸¹⁸ *Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926), pp. 120-121.

⁸¹⁹ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929).

Consolidated Oil Company para a Huff Oil company⁸²⁰. A Consolidated Oil Company era uma *holding*, cuja totalidade de ativos era composta por todas as 10 mil ações de emissão da Consolidated Oil Company of Texas, uma sociedade operacional⁸²¹. A *holding* celebrou um contrato com a Huff Oil Company para vender todos os seus ativos (as ações) para esta última, pelo preço de US\$50.000,00 (descontando-se as despesas relacionadas à própria venda), além da assunção, pelo comprador, de dívidas da empresa operacional que totalizavam US\$700.000,00, o que, em conjunto, representaria um preço de aquisição equivalente a US\$750.000,00⁸²². Foi proposta ação por acionista minoritário da *holding*, sob a alegação de que a venda pactuada seria fraudulenta⁸²³.

Segundo o autor da ação, a fraude decorreria da contraprestação “inadequada” a ser paga pelo adquirente, bem como do fato de os conselheiros de administração serem controladores da *holding*, o que os colocaria em posição de extrair benefícios pessoais na operação⁸²⁴.

A *Court of Chancery* do estado de Delaware entendeu que, não obstante as alegações feitas, não se constatou qualquer fraude⁸²⁵. Especificamente em relação à alegação de contraprestação “inadequada”, que equivaleria a verdadeiro ardil, o tribunal entendeu ser necessário, a princípio, tentar determinar se haveria tamanha disparidade entre o que se pactuou e o valor justo e de mercado dos ativos negociados, a ponto de indicar ter sido cometida fraude em relação à minoria acionária⁸²⁶. Note-se que não seria qualquer diferença de valor que permitiria ao tribunal declarar ter sido cometida fraude. Para tanto, deveria ser de tal magnitude, a ponto de não restar dúvida que não teria sido cometido um “erro honesto” (“*honest*

⁸²⁰ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 320.

⁸²¹ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 320.

⁸²² *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 320.

⁸²³ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 320.

⁸²⁴ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), pp. 320-321.

⁸²⁵ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 324.

⁸²⁶ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 325.

mistake”) de julgamento⁸²⁷. Eventual disparidade muito grande de valor significaria existirem motivos impróprios, capazes de influenciar indevidamente a tomada de decisão, levando à “indiferença imprudente” (“*reckless indifference*”), ou até mesmo à desconsideração deliberada dos interesses de todo corpo de acionistas da sociedade, incluindo-se aí o minoritário⁸²⁸.

Não obstante tais observações feitas pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, o tribunal afirmou que os conselheiros de administração terão, em seu favor, presunção de que as condições pactuadas foram negociadas de boa-fé e com honestidade⁸²⁹. Apesar de terem sido trazidas declarações juramentadas (“*affidavits*”) aos autos para tentar demonstrar que os ativos negociados teriam valor de mercado de US\$1.500.000,00, tais documentos traziam opiniões aparentemente infundamentadas e que, portanto, não serviriam para que se deixasse de aplicar a presunção protetiva aos conselheiros de administração⁸³⁰. Logo, conclui o tribunal, não se pode (i) afastar a presunção de que a operação foi honestamente e adequadamente negociada, e (ii) declarar a ilegalidade da decisão tomada pelos conselheiros de administração da sociedade⁸³¹.

5.3.2.2.6 *Cole v. National Cash Credit Association*

No caso *Cole v. National Cash Credit Association*⁸³², julgado em 1931 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a legalidade de operação de incorporação de Franklin Plan Company, Franklin Thrift and Loan Association e

⁸²⁷ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 325.

⁸²⁸ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), p. 325.

⁸²⁹ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), pp. 325-326.

⁸³⁰ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), pp. 325-326.

⁸³¹ *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929), pp. 329-330.

⁸³² *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931).

American Cash Credit Corporation pela Franklin Plan Corporation⁸³³. A ação foi proposta por um acionista preferencial da National Cash Credit Association contra a própria sociedade, na tentativa de barrar as incorporações a serem efetuadas pela Franklin Plan Corporation, pois, segundo o autor, o patrimônio (as ações) a ser detido por ele, ao final, teria valor de mercado menor do que antes da operação⁸³⁴.

A suposta perda patrimonial, afirma o autor, decorria do fato de as ações da National Cash Credit Association terem sido subavaliadas, principalmente ao se comparar com os ativos das outras sociedades envolvidas na mencionada incorporação, o que representaria verdadeira vantagem dos acionistas das demais companhias em detrimento dos sócios da National Cash Credit Association⁸³⁵.

A questão principal do caso, então, afirma a *Court of Chancery* do estado de Delaware, relaciona-se às ações que os acionistas da National Cash Credit Association receberiam em troca, de emissão da Franklin Plan Corporation, uma vez concretizada a operação, notadamente no que diz respeito ao valor justo (“*fair value*”) dos títulos a serem permutados⁸³⁶. A lei societária de Delaware não contém previsão de os minoritários apresentarem objeção ao serem forçados a aceitar a incorporação, cabendo-lhes unicamente o direito de recesso (mediante avaliação de suas respectivas participações societárias e recebimento em dinheiro)⁸³⁷. Não obstante, um tribunal de *equity*, afirma a *Court of Chancery*, pode ir além do que a lei societária prevê e determinar que a operação não seja consumada⁸³⁸. Se a operação estiver maculada com fraude ou ilegalidade, por exemplo, um minoritário não tem somente

⁸³³ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 184.

⁸³⁴ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), pp. 185-186.

⁸³⁵ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), pp. 185-186.

⁸³⁶ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

⁸³⁷ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

⁸³⁸ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

como opção o direito de recesso, facultando-lhe, o tribunal, alternativas, como impedir que a operação seja realizada⁸³⁹.

No caso concreto, contudo, o tribunal afirmou que não é descrita fraude concreta, tanto pelos conselheiros quanto pelos controladores⁸⁴⁰. Seria, na verdade, mera interpretação de que houve fraude (“*constructive fraud*”), embasada em alegada subavaliação dos ativos da National Cash Credit Association e superavaliação dos da Franklin Plan Corporation (notadamente após a operação ter sido levada a cabo)⁸⁴¹. Quando a alegação de fraude tem tal natureza, afirma a *Court of Chancery* do estado de Delaware, deve ser algo facilmente constatável para ser aceito por um juiz, de maneira que fique claramente evidenciada “quebra de confiança” (“*breach of trust*”) ou má-administração que cause dano manifesto aos acionistas dissidentes.

No caso em comento, o tribunal entendeu não se constatar tal tipo de fraude ou mesmo má-administração que pudesse justificar a interferência do Poder Judiciário, de forma a impedir a concretização da operação⁸⁴².

5.3.2.2.7 *Eshleman v. Keenan*

No caso *Eshleman v. Keenan*⁸⁴³, julgado em 1936 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se a responsabilidade dos conselheiros de administração da Sanitary Company of America por também serem conselheiros Consolidated Management Corporation, controladora daquela sociedade, e terem

⁸³⁹ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

⁸⁴⁰ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

⁸⁴¹ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), p. 188.

⁸⁴² *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), pp. 188-189.

⁸⁴³ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936).

recebido remuneração de ambas⁸⁴⁴. A ação foi proposta por acionistas minoritários da Sanitary Company of America, em nome desta (uma *derivative suit*) contra os conselheiros de administração da referida sociedade, bem como contra a Consolidated Management Corporation⁸⁴⁵. A Sanitary Company of America pagou remuneração aos referidos administradores pelos serviços pessoalmente prestados, e para a Consolidated Management Corporation pela prestação de serviços da mesma natureza⁸⁴⁶.

Segundo se alegou na ação proposta, os conselheiros de administração tinham cargos similares nas duas sociedades, sendo que a Consolidated Management Corporation controlava a outra⁸⁴⁷. Em decorrência disso, a ação foi proposta para que a Sanitary Company of America fosse ressarcida tanto por seus conselheiros de administração quanto pela Consolidated Management Corporation em relação a todos os valores pagos para esta última sociedade⁸⁴⁸. O pedido de ressarcimento embasava-se no fato de a Consolidated Management Corporation ter sido remunerada por serviços que eram pessoalmente prestados pelos referidos administradores no exercício de suas funções, que já teriam sido pessoalmente pagos pelas tarefas executadas (o que o tribunal chamou de “double compensation”, ou “remuneração dupla”)⁸⁴⁹. Segundo se alegou na ação proposta, tal fato era desconhecido e jamais foi autorizado pelos acionistas minoritários⁸⁵⁰.

Em sede de defesa, os réus alegaram que tudo foi autorizado em assembleia geral por meio de deliberação em que a maioria dos acionistas votou a favor da aprovação e da confirmação da relação jurídica entabulada⁸⁵¹. Não obstante, o

⁸⁴⁴ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁴⁵ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁴⁶ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁴⁷ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁴⁸ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁴⁹ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 26.

⁸⁵⁰ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), pp. 26-27.

⁸⁵¹ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), pp. 26-27.

tribunal entendeu que se trata claramente de caso de fraude e que as provas produzidas ao longo do processo tornam evidente o artil cometido⁸⁵². Para a *Court of Chancery*, apesar de a deliberação assemblear ter aparentemente legitimado uma situação jurídica espúria, isso, de fato, não seria possível, pois seria o mesmo que permitir que aqueles que cometem fraude contra uma sociedade tenham poder para se isentarem de culpa e responsabilidade⁸⁵³. Como consequência, os conselheiros de administração e a Consolidated Management Corporation foram condenados a indenizar a Sanitary Company of America⁸⁵⁴.

5.3.2.2.8 *Loft v. Guth*

No caso *Loft v. Guth*⁸⁵⁵, julgado pela 1938 pela *Court of Chancery* do estado de Delaware, discutiu-se o descumprimento do dever de lealdade por parte de Charles G. Guth em relação à Loft, Inc., por ter aceito, em seu nome pessoal, oportunidade de negócio que não foi oferecida à sociedade⁸⁵⁶. A ação foi proposta por Loft, Inc., para que todas as ações de emissão da Pepsi-Cola Company registradas em nome dos réus, Charles G. Guth e a The Grace Company, Inc., fossem transferidas para o nome do autor⁸⁵⁷.

Charles G. Guth tornou-se conselheiro de administração e vice-presidente da Loft, Inc. em 1929. No ano seguinte, foi reconduzido ao cargo de conselheiro de administração e tornou-se presidente da sociedade, permanecendo em tais cargos até o ano de 1935, quando resolveu renunciar por diferenças de opinião que tinha em

⁸⁵² *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 27.

⁸⁵³ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 27.

⁸⁵⁴ *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936), p. 29.

⁸⁵⁵ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938).

⁸⁵⁶ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 226.

⁸⁵⁷ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 228.

relação aos demais conselheiros e boa parte dos empregados⁸⁵⁸. A Loft, Inc., detinha (i) uma rede com aproximadamente duzentas lojas de varejo que vendiam doces, sorvetes e bebidas gasosas misturadas por meio de máquinas (notadamente refrigerantes da marca Coca-Cola) e (ii) uma fábrica de tais guloseimas e de xarope a ser utilizado nas máquinas de refrigerantes instaladas nos estabelecimentos retalhistas⁸⁵⁹

Charles G. Guth era controlador da The Grace Company, Inc.⁸⁶⁰. Ambos, em conjunto, detinham aproximadamente 91% de todas as ações de emissão da Pepsi-Cola Company, constituída em 1931⁸⁶¹. Segundo alegou a Loft, Inc. no processo, seu presidente, Charles G. Guth, ocasionou o desvio de excelente oportunidade de negócio da sociedade, ao adquirir, para si (parcialmente por intermédio da The Grace Company), o controle da Pepsi-Cola Company⁸⁶². Ademais, alega o autor, a Loft, Inc. estaria equipada com estrutura para atender tanto à produção do xarope da Pepsi-Cola quanto para distribuí-lo por meio de suas lojas de varejo, bem como teria os meios financeiros suficientes para adquirir o controle da Pepsi-Cola Company⁸⁶³. Não obstante, Charles G. Guth jamais submeteu ao conselho de administração da Loft, Inc. a proposta que recebera para adquirir o controle da Pepsi-Cola Company⁸⁶⁴. Logo, afirma a sociedade-autora, Charles G. Guth teria abusado de seus poderes e obtido ganho pessoal com a aquisição da Pepsi-Cola Company⁸⁶⁵.

O processo, que, segundo o tribunal, foi longo e tedioso⁸⁶⁶, estava recheado de provas de (i) que o financiamento das operações da Pepsi-Cola Company somente

⁸⁵⁸ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 228-229.

⁸⁵⁹ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 229.

⁸⁶⁰ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 228-229.

⁸⁶¹ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 228-229.

⁸⁶² *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 228-229.

⁸⁶³ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 229.

⁸⁶⁴ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 229.

⁸⁶⁵ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 229.

⁸⁶⁶ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 249.

foi obtido por Charles G. Guth por causa do suporte financeiro dado pela Loft, Inc.⁸⁶⁷; (ii) que Charles G. Guth, enquanto presidente da Loft, Inc., determinou a utilização de dinheiro desta sociedade para financiar, mesmo que por curto período, as atividades da Pepsi-Cola Company⁸⁶⁸; (iii) que Charles G. Guth, durante o horário de trabalho em que deveria se dedicar com exclusividade à Loft, Inc., inclusive por ter sido regularmente remunerado por tal companhia, constantemente realizava tarefas em prol da Pepsi-Cola Company, até mesmo utilizando a estrutura societária (notadamente os escritórios) daquela sociedade⁸⁶⁹; (iv) que o apoio dado pela Loft, Inc. à Pepsi-Cola Company foi essencial para a sobrevivência desta sociedade, notadamente nos seus três primeiros anos de vida⁸⁷⁰; (v) que as contribuições financeiras dadas por Charles G. Guth e por The Grace Company, Inc. foram pífias em comparação àquelas da Loft, Inc.⁸⁷¹; (vi) que, de maneira geral, a Pepsi-Cola Company, enquanto negócio, foi construída com ativos e recursos empresariais da Loft, Inc., sem os quais aquela sociedade não teria sobrevivido⁸⁷²; e (vii) que o risco empresarial da Pepsi-Cola Company foi praticamente todo absorvido pela Loft, Inc.⁸⁷³.

Para a *Court of Chancery*, os conselheiros de administração de uma companhia devem obedecer a regras similares às aplicáveis aos *trusts*, o que representa dizer que devem responder por ganhos obtidos em decorrência de atos ilegais, notadamente para promover seus próprios interesses, pois não lhes é permitido obter vantagem pessoal no exercício de suas funções⁸⁷⁴. Os deveres fiduciários que emergem do cargo de conselheiro de administração determinam que se uma oportunidade de negócios lhe é apresentada, e que esteja dentro da linha de negócios da própria sociedade, o direito não lhe faculta extrair vantagem pessoal ou

⁸⁶⁷ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 231.

⁸⁶⁸ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 231-232.

⁸⁶⁹ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 232.

⁸⁷⁰ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938) p. 236.

⁸⁷¹ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 236.

⁸⁷² *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 237.

⁸⁷³ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 238.

⁸⁷⁴ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), p. 238.

desviar o referido negócio para si⁸⁷⁵. Caso o faça, a sociedade tem o direito de avocar para si todos os benefícios oriundos da oportunidade negocial e solicitar que lhe seja transferida a propriedade dos ativos que o conselheiro tenha recebido, incluindo-se, aí, eventuais ganhos e lucros⁸⁷⁶.

Em decorrência disso, o pleito foi julgado procedente e a propriedade de todas as ações de emissão da Pepsi-Cola Company detidas por Charles G. Guth e por The Grace Company, Inc. foram transferidas para a Loft, Inc.⁸⁷⁷.

⁸⁷⁵ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 238-239.

⁸⁷⁶ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 238-239.

⁸⁷⁷ *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938), pp. 248-249.

PARTE III - O DIREITO DE OUTROS PAÍSES

6 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO EUROPEU: VISÃO DE TRÊS PAÍSES

6.1 INTRODUÇÃO

O estado de Delaware e seu Direito – principalmente o societário - são muito emblemáticos. De fato, os efeitos das decisões de sua *Court of Chancery* irradiam-se mundo afora⁸⁷⁸. Por isso, o direito societário de Delaware passou a exercer enorme influência em diversas outras jurisdições. Especificamente, a *business judgment rule* passou a ser estudada e aplicada em vários outros países, incluindo-se o Brasil, como se verá mais adiante neste trabalho.

A influência exercida pelo direito societário de Delaware em relação ao de outros países não é automática ou acontece rapidamente. Afinal de contas, há diferenças significativas entre os regimes jurídicos, de governança e de dispersão (e concentração) de controle acionário ao redor do mundo⁸⁷⁹. Não obstante, problemas jurídicos similares podem aparecer em vários países⁸⁸⁰. Especificamente no que diz respeito ao presente estudo, o que se percebe é que a relação *principal-agent* existente entre acionistas e administradores, e entre esses e a sociedade, traz em si problema generalizado e visto em basicamente todos os países, sempre com resolução muito difícil⁸⁸¹. A experiência positiva de um país pode, assim, ser trazida

⁸⁷⁸ QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992**. [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

⁸⁷⁹ BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1, nov. 1999, p. 129.

⁸⁸⁰ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 268-271.

⁸⁸¹ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation**. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 3. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

para outro, na tentativa de se encontrar soluções para questões locais. Reformas legislativas (amplas ou pontuais) ou soluções criadas em diferentes países para lidar com os problemas emanados dos *agency conflicts*, mesmo que tenham efeitos limitados, podem ajudar a compreender melhor questões jurídicas domésticas⁸⁸².

Não se pode esquecer que não há regimes jurídicos idênticos, persistindo o fenômeno social chamado por doutrinadores estrangeiros de “*path dependence*”⁸⁸³. Não obstante, as diferenças podem ser – e muito comumente são – positivas, pois permitem a troca de experiência entre países, integrantes ou não do mesmo sistema jurídico⁸⁸⁴.

Note-se, contudo, que não se defende aqui a adoção impensada de institutos jurídicos originários de outros países, mas análise e o aproveitamento de experiências vistas em outras nações. Por isso, o estudo do direito comparado torna-se muito importante.

Não se fará, neste capítulo, um apanhado comparativo de todos os países que adotaram alguma forma da *business judgment rule*, mas somente de três, que clara e constantemente influenciam o direito societário brasileiro. Assim, analisa-se, neste capítulo, a *business judgment rule* conforme vista na Alemanha, na Itália e em Portugal, para que se possa enriquecer o estudo e a aplicação do referido instituto jurídico em território nacional.

Na Alemanha e em Portugal, a *business judgment rule*, enquanto norma que *protege* os administradores, foi positivada. Já na Itália, a regra que protege os gestores é fruto de construção jurisprudencial.

⁸⁸² HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance**: the state of the art and international regulation. [S.l.]: [s.n.], 2011, pp. 3-4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

⁸⁸³ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance**: the state of the art and international regulation. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

⁸⁸⁴ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance**: the state of the art and international regulation. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 5. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais cinco partes. Na próxima, apontar-se-á a importância que o direito comparado tem para o estudo do direito societário, com ênfase na *business judgment rule*. Após, será estudada a aplicação da *business judgment rule* no direito alemão. Na seção seguinte, será analisada a utilização da *business judgment rule* na Itália. A adoção da *business judgment rule* em Portugal será analisada na sequência.

6.2 A IMPORTÂNCIA DO ESTUDO DO DIREITO COMPARADO

Há diferenças significativas entre os regimes jurídicos, de governança e de dispersão (e concentração) de controle acionário ao redor do mundo⁸⁸⁵. Não obstante, problemas jurídicos similares podem aparecer em vários países⁸⁸⁶. Especificamente no que concerne o presente estudo, o que se percebe é que a relação *principal-agent* existente entre acionistas e administradores e entre esses e a sociedade traz em si problema generalizado e visto em basicamente todos os países, sempre com resolução muito difícil⁸⁸⁷. Reformas legislativas (amplas ou pontuais) ou soluções criadas em diferentes países para lidar com os problemas emanados dos *agency conflicts*, mesmo que tenham efeitos limitados, podem ajudar a compreender melhor questões jurídicas domésticas⁸⁸⁸.

⁸⁸⁵ BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1, nov. 1999, p. 129.

⁸⁸⁶ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 268-271.

⁸⁸⁷ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation**. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 3. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

⁸⁸⁸ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation**. [S.l.]: [s.n.], 2011, pp. 3-4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

Não se pode esquecer, contudo, que mesmo que alguns países façam parte de um mesmo sistema jurídico (por exemplo, o sistema jurídico romano-germânico, também conhecido como *civil law*, ou, ainda, o *common law*), os diversos países que integram cada um destes “grupos” possuem história e cultura próprias, o que torna basicamente impossível a adoção de regimes jurídicos idênticos, levando ao que vem sendo chamado por doutrinadores estrangeiros de “*path dependence*”⁸⁸⁹. Não obstante, as diferenças podem ser – e muito comumente são – positivas, pois permitem a troca de experiência entre países, integrantes ou não do mesmo sistema jurídico⁸⁹⁰.

A influência do regime jurídico de um país em outros não é algo recente e o seu estudo tomou tamanha importância que, como ensina Tullio Ascarelli, passou a ser considerado como um “ramo” específico do direito⁸⁹¹. Existe, ademais, segundo o referido autor, um movimento internacional para aproximação do direito de vários países, notadamente em seus aspectos relacionados à regulação dos negócios internacionais, que mais se prestam à unificação⁸⁹². Além disso, alerta o referido autor, o direito comparado apresenta-se como instrumento adequado para ampliar a prática jurídica no espaço, assim como a história o é em relação ao tempo⁸⁹³.

Logo, não resta dúvida que há influência “cruzada” dos regimes jurídicos de diversos países e sistemas, que se apresenta cada vez maior. Talvez o melhor

⁸⁸⁹ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation**. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 5. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020. “*Path dependence*”, ensina James Mahoney, é um fenômeno social segundo o qual a história (o passado) influencia o presente. Para tal teoria, existe uma presunção que eventos históricos são muito importantes, pois ajudam compreender e determinar o que acontece em dias atuais. MAHONEY, James. Analyzing path dependence: lessons from the social sciences. In: WIMMER, Andreas; KÖSSLER, Reinhart (coords.) **Understanding change**. London: Pgrave Macmillan, 2006, p. 129.

⁸⁹⁰ HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation**. [S.l.]: [s.n.], 2011, p. 5. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

⁸⁹¹ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, pp. 31-34.

⁸⁹² ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, pp. 31-34.

⁸⁹³ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, pp. 31-34.

exemplo disso seja a União Europeia⁸⁹⁴, onde não só existe a clara inspiração entre países, mas também claro movimento de harmonização legislativa das diversas nações por meio de Diretivas, o que certamente inclui o direito societário em suas diferentes vertentes⁸⁹⁵. O movimento que se observa atualmente na Europa vai no sentido de se mudar o posicionamento “reativo” do legislador (de somente promover reformas legislativas normalmente quando os escândalos ou problemas emergem) para uma visão de longo prazo, com o propósito de criar bases jurídicas sólidas para o desenvolvimento econômico-social sustentável dos países, permitindo a criação de riquezas, a geração de empregos e o aumento do conforto das famílias⁸⁹⁶.

O direito societário americano também exerce influência ativa sobre outros regimes mundo afora, inclusive em relação às legislações inglesa, alemã, italiana e brasileira⁸⁹⁷. Isso se observa claramente ao longo do presente trabalho, focado em estudar um instituto jurídico cujas origens são encontradas na Inglaterra, mas que efetivamente se desenvolveu nos Estados Unidos da América, notadamente em Delaware.

Note-se, contudo, que não se defende a simples adoção impensada, aqui, de institutos jurídicos originários de outros países (o que seria um contrassenso), mas análise e o aproveitamento de experiências vistas em outras nações, com vistas a aprimorar o direito doméstico brasileiro. Por isso, o estudo do direito comparado torna-se muito importante.

Segundo Carsten Gerner-Beuerle e Edmund-Philipp Schuster, inúmeros países e seus respectivos regimes jurídicos aderiram à ideia de que os

⁸⁹⁴ Não obstante o Reino Unido estar em processo de saída da União Europeia (o chamado “Brexit”), sua influência nas últimas décadas não pode ser negada.

⁸⁹⁵ ANDENAS, Mads ; WOOLDRIDGE, Frank. **European comparative company law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009, pp. 1-2.

⁸⁹⁶ ANDENAS, Mads ; WOOLDRIDGE, Frank. **European comparative company law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009, p. 1-2.

⁸⁹⁷ MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005, pp. 3-5. ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice - a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 270.

administradores constantemente tomam decisões sob condição de incerteza, e que a adoção de padrão excessivamente rigoroso de dever de diligência abrirá espaço para que o Poder Judiciário, decidindo retrospectivamente, puna conselheiros de administração e diretores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade, independentemente de se constatar qualquer culpa ou dolo, o que seria pouco salutar, pois a atividade empresarial será menos eficiente sob o ponto de vista econômico⁸⁹⁸. Logo, a adoção de alguma forma da *business judgment rule*, mesmo em países não adeptos do *common law* enquanto regime jurídico, tornou-se comum⁸⁹⁹.

Não se pretende, aqui, fazer um apanhado comparativo de todos os países que adotaram alguma forma da *business judgment rule*, mas somente de três, que clara e constantemente influenciam o direito societário brasileiro. Assim, traz-se, neste capítulo, a visão da *business judgment rule* conforme vista na Alemanha, na Itália e em Portugal, para que se possa enriquecer o estudo e a aplicação do referido instituto jurídico em território nacional.

6.3 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO ALEMÃO

6.3.1 Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito alemão

De maneira geral, o direito societário alemão possui certa rigidez e muitas regras obrigatórias, sobrando pouco espaço para inovação, notadamente no que diz

⁸⁹⁸ GERNER-BEUERLE, Carsten ; SCHUSTER, Edmund-Philipp. The evolving structure of director's duties in Europe. **European Business Organization Law Review**, v. 15, n. 2, June 2014, pp. 203-204.

⁸⁹⁹ GERNER-BEUERLE, Carsten ; SCHUSTER, Edmund-Philipp. The evolving structure of director's duties in Europe. **European Business Organization Law Review**, v. 15, n. 2, June 2014, p. 204.

respeito à governança corporativa das companhias abertas⁹⁰⁰. A sociedade alemã de capital aberto⁹⁰¹, cujas ações sejam negociadas em bolsa de valores, adota forma de “*Aktiengesellschaft*”, conhecida simplesmente como “AG”⁹⁰², e é regida pelo menos pelos seguintes diplomas legais: (i) a *Aktiengesetz*, de 1965, conhecida pela abreviação “AktG”, que rege as sociedades anônimas; (ii) a *Mitbestimmungsgesetz*, conhecida como “MitbestG”, que rege a “cogestão” em sociedades com mais de 2 mil funcionários; (iii) a *Wertpapierhandelsgesetz*, de 1994, conhecida como “WpHG”, que rege as ofertas públicas de valores mobiliários e as negociações de tais títulos no mercado secundário; (iv) a *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, de 2001, conhecida como “WpÜG”, que regula as aquisições de participações societárias em mercados secundários regulados de valores mobiliários; (v) a *Drittelbeteiligungsgesetz*, de 2004, conhecida como “DrittelbG”, que rege a “cogestão” em sociedades com mais de 500 funcionários e menos que 2 mil; (vi) a *Wertpapierprospektgesetz* de 2005, conhecida como “WpPG”, que rege a preparação de prospectos utilizados em ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados regulados de capitais; e (vii) a *Börsengesetz*, de 2007, conhecida como “BörsenG” que rege as bolsas de valores⁹⁰³.

⁹⁰⁰ MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 524. DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 202.

⁹⁰¹ A “*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*”, ou simplesmente “GmbH”, é uma forma societária mais simples e, por isso, comumente adotada por empresas de capital fechado. Nela, as participações societárias não podem ser listadas em bolsas de valores ou outros mercados secundários, ou mesmo ser livremente negociáveis. A cessão de participação societária dá-se por meio de uma escritura notarial. V., neste sentido, MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005, p. 242. Não obstante sua simplicidade, é relativamente rígida, e é regida por um corpo de regras obrigatórias das quais não se pode desvencilhar. V., neste sentido, MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 522.

⁹⁰² ANDENAS, Mads ; WOOLDRIDGE, Frank. **European comparative company law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009, p. 73.

⁹⁰³ MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, pp. 525-526 e 551-553.

6.3.1.1 Os dois conselhos da AG e seus respectivos poderes

Tradicionalmente, toda AG possui dois conselhos⁹⁰⁴, ambos órgãos colegiados⁹⁰⁵⁻⁹⁰⁶. Um deles, o de supervisão, assemelha-se ao conselho de administração previsto na Lei nº 6.404/76. Já o outro, com funções executivas, equivale à diretoria prevista na Lei nº 6.404/76. Uma importante característica do direito societário alemão é a chamada “cogestão” ou “codeterminação” (“*Mitbestimmung*”), que torna obrigatória a participação de empregados (ou de seus representantes) no conselho de supervisão das AGs⁹⁰⁷. Tal característica decorre do diálogo e da interação existentes entre direito do trabalho e o direito societário, cujo

⁹⁰⁴ Jean J. du Plessis e Ingo Saenger e Petry Mäntysaary, usam a expressão “conselho de duplo nível” (“*two-tier board*”) para explicar que existem dois conselhos separados no sistema de governança das AGs alemãs. PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The general meeting and the management board as company organs. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 64. MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005, p. 252.

⁹⁰⁵ MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 529. TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In*: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard **Key aspects of German business law: a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 19. ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice – a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 256. DEIPENBROCK, Gudula. The “business judgment rule” and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 203.

⁹⁰⁶ Jean J. du Plessis *et al* explicam que, no que diz respeito às estruturas de órgãos diretivos de companhias abertas, os regimes dividem-se em dois grandes grupos: (i) o de conselho unitário e (ii) o de duplo conselho. Segundo os referidos autores, na maioria dos países desenvolvidos, observa-se um distanciamento cada vez maior do regime de conselho unitário, que ainda prevalece nas nações afiliadas ao *common law*, incluindo-se os Estados Unidos da América, a Inglaterra, o Canadá, a Austrália e a Nova Zelândia. Já o regime de duplo conselho é visto na maioria dos países da Europa continental, incluindo-se a Alemanha, a Áustria, a Dinamarca, a Suécia. A França, alertam os autores, afilia-se ao regime de conselho unitário. PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 8.

⁹⁰⁷ PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017 p. 2. ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice – a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 256-257.

ápice é justamente o regime de *Mitbestimmung*⁹⁰⁸. Nas sociedades entre 500 e 2 mil empregados, ao menos um terço do conselho de administração será por eles indicados⁹⁰⁹. Já nas sociedades com mais de 2 mil empregados, a participação salta para a metade⁹¹⁰.

Segundo Jean J. du Plessis et al, a cogestão é fruto de um processo histórico que influenciou diretamente o direito societário alemão⁹¹¹. Antes, direito do trabalho e direito societário eram independentes e praticamente não se tocavam⁹¹². Paulatinamente, contudo, o direito do trabalho passou a fazer parte da realidade e influenciar o direito societário, notadamente ao determinar a participação de representantes dos empregados no conselho de supervisão⁹¹³. Apesar de os dois conselhos terem funções e composição diferentes, entende-se que ambos devem cooperar para o benefício da sociedade⁹¹⁴.

6.3.1.1.1 Conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*)

⁹⁰⁸ PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context.* 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 2.

⁹⁰⁹ DrittelbG, artigo 1º.

⁹¹⁰ MitbestG, artigo 1º.

⁹¹¹ PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context.* 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 2.

⁹¹² PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context.* 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 2.

⁹¹³ PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context.* 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 2.

⁹¹⁴ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In: DAVIES, Paul et al. Corporate boards in law and practice – a comparative analysis.* Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 282.

O conselho de supervisão, chamado de “*Aufsichtsrat*”, é obrigatório para todas as AGs⁹¹⁵. As funções precípua do conselho de supervisão são de (i) como sua própria designação denota, de supervisionar as atividades do conselho executivo (também conhecido como “*Vorstand*”); (ii) eleger e destituir os membros do conselho executivo; (iii) aprovar demonstrações financeiras preparadas pelos membros do conselho executivo; e (iv) deliberar sobre determinadas operações e negócios, conforme designado nos estatutos sociais⁹¹⁶. O conselho de supervisão não é responsável por - e é explicitamente proibido de - administrar e lidar com os assuntos do dia a dia da sociedade⁹¹⁷.

Segundo o artigo 95 da AktG, o número mínimo de conselheiros de supervisão é de três. O número máximo de conselheiros de supervisão variará de acordo com o capital social: (i) até €1.500.000,00 o número máximo será de nove; (ii) entre €1.500.000,01 e €10.000.000,00 o número máximo será de quinze; acima de €10.000.000,00 o número máximo será de vinte e um. Caso seja necessário observar as regras de cogestão para composição do referido órgão colegiado, o número de conselheiros de supervisão deverá ser sempre divisível por três.

A previsão legal para conselhos de supervisão aparece em uma lei de 1861⁹¹⁸ e persiste até hoje, por meio da *Aktiengesetz*⁹¹⁹. Não obstante sua longevidade, não teve vida isenta de críticas, principalmente por aumentar a burocracia e ser visto como

⁹¹⁵ TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In*: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard **Key aspects of German business law: a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 19. ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice – a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 256.

⁹¹⁶ TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In*: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard **Key aspects of German business law: a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 19.

⁹¹⁷ Conforme artigo 111 da AktG. V., neste sentido, ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice – a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 277.

⁹¹⁸ O *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch*, ou Código Comercial Geral Alemão, também conhecido pela sigla ADHGB.

⁹¹⁹ Conforme artigos 95 a 116 da AktG.

desnecessariamente técnico⁹²⁰. Mesmo sendo estruturalmente rígido, não se mostrou sempre suficiente e capaz de supervisionar ou controlar as atividades desenvolvidas pelo *Vorstand*, o que fica bastante claro em escândalos empresariais ocorridos nas últimas décadas, dentre os quais podem ser citados o da Siemens AG e o da Volkswagen AG, que eclodiram respectivamente em 2006 e 2015⁹²¹.

Os membros do conselho executivo são obrigados a exercer plenamente os deveres de diligência e de sigilo em relação à sociedade e os negócios empresariais⁹²². Em caso de descumprimento de seus deveres, os membros são solidariamente obrigados a indenizar a sociedade pelos danos eventualmente causados⁹²³.

6.3.1.1.2 Conselho executivo (*Vorstand*)

O outro órgão colegiado obrigatório da administração da AG é o conselho executivo⁹²⁴. A regra geral acerca da composição de tal órgão, trazida pelo artigo 76 da AktG, determina que seja composto de, no mínimo, um membro. Contudo, o mesmo dispositivo legal também impõe que, para as sociedades com capital social maior que €3.000.000,00, o número mínimo de membros sobe para dois, salvo se o

⁹²⁰ PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The supervisory board as company organ. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context*. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 106.

⁹²¹ PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The supervisory board as company organ. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context*. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 106-107.

⁹²² Conforme artigo 116 da AktG.

⁹²³ Conforme artigo 116 da AktG.

⁹²⁴ PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The general meeting and the management board as company organs. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context*. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 72.

estatuto social contiver previsão que reduza tal número para um⁹²⁵. Caso o conselho executivo seja composto por mais de uma pessoa, as decisões serão tomadas sempre de maneira colegiada, podendo os estatutos sociais da sociedade ou regulamento interno do próprio órgão dar mais flexibilidade e estipular o contrário, desde que a vontade da maioria de seus membros seja sempre observada⁹²⁶.

O conselho executivo tem função precípua de administrar e representar a sociedade perante terceiros⁹²⁷. O referido órgão colegiado é responsável por lidar com todas as questões administrativas da sociedade e, de maneira geral, a autoridade e os poderes que lhes são conferidos por lei não podem ser limitados no dia a dia⁹²⁸. Os estatutos sociais, contudo, podem determinar que alguns atos também passem pelo crivo de outros órgãos, como, por exemplo, o conselho de supervisão ou a assembleia geral de acionistas⁹²⁹.

Os membros do conselho executivo são obrigados a exercer plenamente os deveres de diligência e de sigilo em relação à sociedade e os negócios

⁹²⁵ Conforme artigo 76 da AktG. V., ainda, PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The general meeting and the management board as company organs. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context*. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 72.

⁹²⁶ Conforme artigo 77 da AktG.

⁹²⁷ Conforme artigo 76 da AktG. V., ainda, TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard Key aspects of German business law: a practical manual*. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 18. PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The supervisory board as company organ. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. German corporate governance in international and European context*. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 21.

⁹²⁸ Conforme artigo 82 da AktG. V., ainda, TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard Key aspects of German business law: a practical manual*. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 18.

⁹²⁹ TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard Key aspects of German business law: a practical manual*. 4. ed. Berlin: Springer, 2006, p. 18.

empresariais⁹³⁰⁻⁹³¹. Em caso de descumprimento de seus deveres, os membros são solidariamente obrigados a indenizar a sociedade pelos danos eventualmente causados⁹³².

6.3.2 A aplicação da *business judgment rule* no direito alemão

Apesar de a *business judgment rule* ter sido positivada no direito alemão por meio da edição, em 2005, da *Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts* (também conhecida como “UMAG”), que alterou a AktG⁹³³, sua aplicação já era percebida na jurisprudência emanada da *Bundesgerichtshof* (também conhecida pela sigla BGH), a suprema corte federal da Alemanha.

Nos termos do artigo 93 da AktG, conforme alterada pela UMAG, os membros do conselho executivo são responsáveis por indenizar a companhia em caso de descumprimento de seus deveres, desde que se constate a existência de dano⁹³⁴. Não obstante, seguindo a jurisprudência da BGH, que já havia tratado do assunto a

⁹³⁰ Conforme artigo 93 da AktG. O artigo 93 não determina expressamente que os membros do conselho de supervisão tenham dever de lealdade perante a sociedade; não obstante, levando-se em consideração que existe relação fiduciária entre os administradores e a sociedade, o dever de lealdade estaria aí subentendido. V., neste sentido, DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 207.

⁹³¹ Para Gudula Deipenbrock, o artigo 93 da AktG também impõe – ainda que implicitamente – aos membros do conselho executivo o dever de lealdade. DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, pp. 206-207.

⁹³² Conforme artigo 93 da AktG.

⁹³³ WILLEN, Max. **Die business judgement rule: auslegung der Legalitätspflicht bei unklarer Rechtslage**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2021, p. 7. DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 204.

⁹³⁴ LUTTERMANN, Claus. Banking on trust as individual responsibility. In: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 442.

partir de 1997, no caso ARAG/Garmenbeck⁹³⁵, os administradores não serão pessoalmente responsabilizados se agirem dentro dos seus poderes⁹³⁶. Segundo decidiu o BGH, os administradores possuem amplos poderes decisórios, dentro dos limites impostos pela lei e pelos estatutos sociais⁹³⁷.

Note-se que o caso ARAG/Garmenbeck lida com a exclusão de responsabilidade de membros do conselho de supervisão, enquanto o artigo 93 da AktG trata exclusivamente dos conselheiros executivos. Poderia, assim, após a positivação da *business judgment rule*, restar dúvida acerca da abrangência de tal instituto jurídico. Não obstante, entende-se que a *business judgment rule* também protege os membros do conselho de supervisão, já que o artigo 116 do mesmo diploma legal, que regula a responsabilidade de tais administradores, faz referência direta ao próprio artigo 93⁹³⁸.

A proteção dada pela *business judgment rule*, conforme positivada na Alemanha, aplica-se, nos termos do artigo 93 da AktG, se o administrador agiu diligentemente e de acordo com os interesses da empresa. Segundo Gudula Deipenbrock, se tais elementos estiverem presentes, não se tratará de ausência de culpa, mas de inexistência de descumprimento de dever de administrador⁹³⁹. Note-se

⁹³⁵ BGHZ 135, 244. DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 204.

⁹³⁶ No referido caso, a BGH entendeu que caberia ao conselho de supervisão decidir se um membro do conselho executivo deveria ou não ser processado. Assim, explica Petry Mäntysaary, cabe exclusivamente ao conselho de supervisão determinar (i) se a companhia deve processar um membro do conselho executivo; (ii) se existe um direito que possa ser exigido judicialmente; e (iii) se é de interesse da companhia fazê-lo. MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005, p. 320.

⁹³⁷ LUTTERMANN, Claus. Banking on trust as individual responsibility. In: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 442.

⁹³⁸ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice - a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 321.

⁹³⁹ DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 209.

que o item 2 do artigo 93 determina que, se houver dúvida que o administrador tenha agido diligentemente, cairá sobre tal profissional o ônus da prova.

Assim como visto nos Estados Unidos da América, a aplicação da *business judgment rule* ao direito alemão serve para evitar que o Poder Judiciário decida *ex post* e puna administradores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade⁹⁴⁰.

É importante ressaltar que nem todos os elementos para a correta aplicação da *business judgment rule* na Alemanha foram elencados no artigo 93 da AktG⁹⁴¹. Neste sentido, Gudula Deipenbrock entende que ao menos cinco elementos devem ser constatados para a correta aplicação, sendo que alguns deles foram elencados explicitamente enquanto outros não, a saber: (i) deve tratar-se de decisão empresarial; (ii) os administradores devem agir de maneira informada (o que também é arrolado na lei); (iii) a decisão empresarial deve ser tomada para benefício da sociedade (elemento também explicitamente elencado); (iv) os administradores devem agir de boa-fé; e (v) os administradores não poderão agir em meio a conflito de interesses em relação à sociedade⁹⁴².

Por fim, é importante ressaltar que, não obstante a fonte de inspiração para que adoção da *business judgment rule* no direito alemão ter sido o direito americano, notadamente o do estado de Delaware, algumas diferenças importantes podem ser apontadas entre os dois regimes⁹⁴³. Em primeiro lugar, tal instituto foi positivado na

⁹⁴⁰ DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 209.

⁹⁴¹ DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 209.

⁹⁴² DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016, p. 209-210).

⁹⁴³ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 321-322.

Alemanha, mas não no estado de Delaware⁹⁴⁴. Em segundo lugar, no direito do estado de Delaware, há presunção de que os administradores agiram de boa-fé, enquanto na Alemanha isso deverá ser provado pelos referidos profissionais⁹⁴⁵. Na Alemanha existe jurisprudência que permite ao Poder Judiciário questionar o exercício das funções de monitoramento do conselho de supervisão, enquanto no estado de Delaware os juízes relutam em alocar responsabilidade sobre os ombros dos referidos administradores⁹⁴⁶.

6.4 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO ITALIANO

6.4.1 Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito italiano

O direito societário italiano, apesar de também estar inserido na família do direito romano-germânico, aparenta ser mais flexível do que o alemão⁹⁴⁷. De fato, enquanto a estrutura básica de governança alemã torna obrigatória a utilização de dois conselhos nas AGs, um de supervisão e outro executivo, sendo que aquele estará

⁹⁴⁴ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 321-322.

⁹⁴⁵ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 321-322.

⁹⁴⁶ ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. *In*: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice** - a comparative analysis. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 321-322.

⁹⁴⁷ É importante ressaltar que o direito societário italiano passou por profunda modernização desde a edição da Lei Draghi. Tal reforma tornou o direito societário italiano mais flexível, com um número menor de regras obrigatórias, mais parecido, neste aspecto, com o direito societário visto nos Estados Unidos da América. Ao mesmo tempo, foram adotadas regras que podem ser mais facilmente moldadas às necessidades e vontades das partes envolvidas. V., neste sentido, VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005, pp. 209-212.

sujeito às normas de cogestão, como visto anteriormente, o regime legal italiano apresenta-se menos rígido. A *società per azioni*, forma societária a ser adotada pelas companhias que queiram captar recursos no mercado de capitais e listar seus valores mobiliários em bolsa de valores, é regida pelo menos pelos seguintes diplomas legais: (i) o *Codice Civile* de 1942; (ii) o *Testo Unico della Finanza* de 1998, também conhecido pela sigla “TUF” ou como a “Lei Draghi” que rege as atividades de intermediação financeira⁹⁴⁸; (iii) os Decretos Legislativos n.ºs 61, de 2002; 6, de 2003; e 37, de 2004, que conjuntamente ficaram conhecidos como a “Reforma Vietti”⁹⁴⁹; e (iv) a Lei n.º 262 de 2005, que reformou tanto o *Codice Civile* quanto a TUF.

6.4.1.1 As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes

O primeiro aspecto que denota ser o direito societário italiano menos rígido que o alemão é o fato de não existir qualquer regra que crie sistema de cogestão⁹⁵⁰. Um dos pontos que mais demonstra que o regime jurídico das companhias alemãs é menos flexível do que o das italianas relaciona-se às diferentes estruturas de órgãos de administração que estas últimas podem adotar. Com efeito, com a edição da Lei Draghi em 2005, as companhias italianas passaram a ter um leque de opções à sua disposição, e agora podem escolher entre três diferentes estruturas para seus órgãos

⁹⁴⁸ FERRARINI, Guido A. Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy. *In: HOPT, Klaus J. et al. Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan, and the US.* Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 46.

⁹⁴⁹ ENRIQUES, Luca. Corporate governance reforms in Italy: what has been done and what is left to do. *European Business Organization Law Review*, v. 10, n. 4, dez. 2009, pp. 484-485.

⁹⁵⁰ FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. *In: DAVIES, Paulo et al. Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe.* Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 381-382. Segundo os referidos autores, o conceito de cogestão sempre foi rejeitado tanto por empresas quanto por sindicatos laborais e, como consequência, jamais entrou na agenda política na Itália. Mesmo a participação limitada de trabalhadores em conselhos de companhias, não é algo visto na prática. Para os referidos autores, isso decorre da preferência que os sindicatos laborais italianos dão ao confronto no que diz respeito a questões trabalhistas. Já pela ótica empresarial, dá-se preferência à ocupação dos conselhos por acionistas controladores e *blockholders*, com um pequeno número de membros independentes.

de administração⁹⁵¹. Tais estruturas, a serem mais detalhadamente analisadas a seguir, são: (i) a chamada de “tradicional”, composta por um conselho de administração (“*consiglio di amministrazione*”) e um conselho de auditoria (“*collegio sindacale*”); (ii) a chamada “monística”, composta por um conselho de administração (“*consiglio di amministrazione*”), que terá um comitê de auditoria (“*comitato per il controllo sulla gestione*”); e (iii) a chamada “dualística”, composta por um conselho de supervisão (“*consiglio di sorveglianza*”) e um conselho de gestão (“*consiglio di gestione*”)⁹⁵².

6.4.1.1.1 Estrutura tradicional

A estrutura tradicional é aquela que é automaticamente aplicada caso não se faça qualquer escolha em sentido diferente⁹⁵³. Nela, a administração caberá a um conselho de administração (“*consiglio di amministrazione*”) e a um conselho de auditoria (“*collegio sindacale*”)⁹⁵⁴. Note-se, contudo, que o *consiglio di amministrazione* será obrigatório caso a administração da companhia seja confiada a mais de um diretor⁹⁵⁵. Se houver um único diretor, não será necessário formar o referido conselho.

Um outro aspecto importante refere-se à possibilidade de o *consiglio di amministrazione* delegar poderes a um comitê executivo ou um ou mais diretores

⁹⁵¹ FERRARINI, Guido A. Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy. In: HOPT, Klaus J. *et al.* **Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan, and the US.** Oxford: Oxford University Press, 2005, pp. 48-49. MONTALENTI, Paolo. The new Italian corporate law: an outline. **European Company and Financial Law Review**, v. 1, n. 3, 2004, p. 370.

⁹⁵² FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomoo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. In: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe.** Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 374-375.

⁹⁵³ Cf. artigo 2380 do *Codice Civile*.

⁹⁵⁴ Cf. artigo 2381 do *Codice Civile*.

⁹⁵⁵ Cf. artigo 2380-bis do *Codice Civile*.

executivos⁹⁵⁶. Quando os poderes são delegados, o *consiglio di amministrazione* passa a ter poderes para monitorar as atividades dos diretores executivos⁹⁵⁷. Ademais, o *consiglio di amministrazione* deverá determinar o conteúdo, os limites e os procedimentos a serem observados pelos diretores executivos no exercício das respectivas funções⁹⁵⁸. O *consiglio di amministrazione* também deverá, com base nas informações recebidas dos diretores executivos, avaliar a adequação da estrutura organizacional, administrativa e contábil da sociedade, bem como refletir e estimar se o desempenho de tais administradores foi adequado⁹⁵⁹.

Já o *collegio sindacale* possui funções de monitoramento. Com efeito, o *collegio sindacale* é responsável por fiscalizar o cumprimento da lei, dos estatutos sociais, dos princípios da correta administração, bem como verificar a adequação da estrutura organizacional, administrativa e contabilística da companhia⁹⁶⁰. Caso a companhia (i) não seja listada em bolsa de valores e (ii) não publique demonstrações financeiras consolidadas, o *collegio sindacale* poderá auditar as contas da sociedade, desde que seus membros sejam auditores registrados⁹⁶¹.

6.4.1.1.2 Estrutura monística

A estrutura monística é composta por um único órgão, o conselho de administração (“*consiglio di amministrazione*”), que, por sua vez, cria um comitê

⁹⁵⁶ Cf. artigo 2381 do *Codice Civile*.

⁹⁵⁷ Cf. artigo 2381 do *Codice Civile*.

⁹⁵⁸ Cf. artigo 2381 do *Codice Civile*.

⁹⁵⁹ Cf. artigo 2381 do *Codice Civile*.

⁹⁶⁰ Cf. artigo 2403 do *Codice Civile*.

⁹⁶¹ Cf. artigo 2409-bis do *Codice Civile*.

interno de auditoria (“*comitato per il controllo sulla gestione*”)⁹⁶². Note-se que esta é vista como uma estrutura monística, de uma única “camada” (“*one tier*”), muito comumente vista nos países que adotam o *common law* como sistema jurídico⁹⁶³.

Apesar de tal estrutura ser composta por único órgão, cujas funções são similares às do *consiglio di amministrazione* da estrutura tradicional, o *comitato per il controllo sulla gestione*, mesmo que não tenha o mesmo status (de órgão), tem funções similares às do *collegio sindacale* visto anteriormente⁹⁶⁴. Assim, é responsável por fiscalizar o cumprimento da lei, dos estatutos sociais, dos princípios da correta administração, bem como verificar a adequação da estrutura organizacional, administrativa e contabilística da companhia⁹⁶⁵.

6.4.1.1.3 Estrutura dualística

A estrutura dualística italiana tem como inspiração o direito societário alemão⁹⁶⁶. Apesar de coexistirem dois órgãos, somente um tem seus membros eleitos pela assembleia geral, a saber o *consiglio di sorveglianza*, que equivale ao *aufsichtsrat*

⁹⁶² FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005, p. 677.

⁹⁶³ FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005, p. 677. MONTALENTI, Paolo. The new Italian corporate law: an outline. **European Company and Financial Law Review**, v. 1, n. 3, 2004, pp. 374-375.

⁹⁶⁴ Cf. artigo 2409 *octiesdecies* do *Codice Civile*.

⁹⁶⁵ Cf. artigo 2409 *octiesdecies* do *Codice Civile*.

⁹⁶⁶ MONTALENTI, Paolo. The new Italian corporate law: an outline. **European Company and Financial Law Review**, v. 1, n. 3, 2004, pp. 374-375. VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005, p. 256.

alemão. O outro, o *consiglio di gestione*, que equivale ao *vorstand* encontrado no direito societário alemão, tem seus membros eleitos pelo *consiglio di sorveglianza*⁹⁶⁷.

Marco Ventoruzzo explica que um dos aspectos mais importantes da estrutura dualística italiana é que o *consiglio di sorveglianza* tem função similar ao *collegio sindacale*, mas que cumula incumbências da assembleia geral, ambos em relação ao modelo tradicional⁹⁶⁸. Já Guido Ferrarini, Paolo Giudici e Mario Stella Richter informam que, mesmo na estrutura dualística, a delegação de poderes é permitida, pois o *consiglio di gestione* pode fazê-lo de maneira a permitir que um ou mais de seus membros assumam função de diretores executivos⁹⁶⁹. Logo, concluem os autores, torna-se possível distinguir entre diretores executivos e não executivos dentro do mesmo órgão⁹⁷⁰.

6.4.1.2 Deveres e responsabilidades dos administradores

Os deveres assumidos pelos membros dos órgãos de administração das companhias italianas variarão de acordo com a existência ou não de delegação de

⁹⁶⁷ VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005, p. 256.

⁹⁶⁸ VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005, p. 256. Um exemplo trazido pelo referido autor é o balanço patrimonial da sociedade: no modelo dualístico, tal demonstração financeira é aprovada pelo *consiglio di sorveglianza*, enquanto na estrutura tradicional tal documento é preparado pelo *consiglio di amministrazione*, mas a deliberação é atribuída à assembleia geral.

⁹⁶⁹ FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005, p. 678.

⁹⁷⁰ FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005, p. 678.

poderes⁹⁷¹. Assim, caso um ou mais diretores executivos tenham sido nomeados (ou seja, tenha ocorrido delegação de poderes), o que é bastante típico, os conselhos manterão suas funções de monitoramento em relação à estrutura organizacional, administrativa e contábil da companhia⁹⁷². Além disso, o monitoramento deverá também abranger o planejamento estratégico, industrial e financeiro, bem como a performance administrativa geral⁹⁷³.

O dever de monitoramento dos diretores não executivos, contudo, será exercido com base nas informações que lhes tenham sido fornecidas, no que diz respeito à estrutura organizacional, administrativa e contábil⁹⁷⁴. Já em relação ao planejamento estratégico, industrial e financeiro, somente deverá ser analisado caso tenha sido preparado⁹⁷⁵. Por fim, a performance administrativa geral será examinada com base nos relatórios que lhes tenham sido submetidos⁹⁷⁶. Além dos deveres específicos apontados anteriormente, é imputado, ainda, aos referidos administradores, o de diligência, que é de natureza mais genérica⁹⁷⁷. Em caso de descumprimento de seus deveres, os administradores ver-se-ão obrigados a indenizar a companhia por eventuais prejuízos decorrentes⁹⁷⁸.

⁹⁷¹ FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? *The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*, v. 69, n. 4, out. 2005, pp. 680-681.

⁹⁷² Cf. artigo 2381 do *Codigo Civile*.

⁹⁷³ Cf. artigo 2381 do *Codigo Civile*.

⁹⁷⁴ Cf. artigo 2381 do *Codigo Civile*.

⁹⁷⁵ Cf. artigo 2381 do *Codigo Civile*.

⁹⁷⁶ Cf. artigo 2381 do *Codigo Civile*.

⁹⁷⁷ Cf. artigo 2392 do *Codigo Civile*.

⁹⁷⁸ Cf. artigo 2392 do *Codigo Civile*.

6.4.2 A aplicação da *business judgment rule* no direito italiano

Diferentemente do que se viu na Alemanha, a *business judgment rule*, na Itália, não foi positivada⁹⁷⁹. Não obstante, ao que tudo indica, há ampla aceitação, tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência, da ideia que o Poder Judiciário deve abster-se de fazer revisão substancial e de adentrar no mérito das decisões tomadas por administradores⁹⁸⁰.

Note-se, contudo, como ensinam Guido Ferrarini, Gian Giacomo Peruzzo e Marta Roberti, que, por falta de delimitação legal clara, o escopo e os critérios de aplicação da *business judgment rule* ainda são objeto de certa controvérsia⁹⁸¹. Assim, por exemplo, de um lado, há interpretação de que a aplicação da *business judgment rule* independeria das habilidades do administrador, o que representaria dizer que o administrador assumiria obrigação de indenizar tão somente em caso de não observar adequadamente o processo de tomada de decisão no seio empresarial⁹⁸². Mas há, por outro lado, a visão de que as habilidades pessoais do administrador também devam ser levadas em consideração, o que representaria dizer que a aplicação da *business judgment rule* dar-se-ia de maneira mitigada, já que, além de levar em consideração o processo de tomada decisão, a substância das resoluções também

⁹⁷⁹ FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. In: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 397.

⁹⁸⁰ FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. In: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 397.

⁹⁸¹ FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. In: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, pp. 397-398.

⁹⁸² BONELLI, Franco. **Gli Amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società**. Milano: Giuffrè, 2004, pp. 61 *et seq.*. FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. In: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 398.

será analisada, o que poderia levar à responsabilização em caso de erros “irracionais”⁹⁸³.

Apesar de existirem duas linhas de pensamento distintas, para Guido Ferrarini, Gian Giacomo Peruzzo e Marta Roberti as diferenças seriam menos importantes do que aparentam, sendo que a vertente que prevaleceu foi a que aplica a versão mais forte da *business judgment rule* e garante proteção maior aos administradores, já que deixa de analisar as habilidades (e a substância) das decisões tomadas no seio empresarial⁹⁸⁴.

Mas, é importante ressaltar, para que se aplique a *business judgment rule*, a jurisprudência italiana exige: (i) que a decisão tenha sido tomada sem interesse pessoal do administrador; e (ii) que o administrador tenha obtido todas as informações necessárias e discutido cuidadosamente todas as possíveis soluções⁹⁸⁵.

6.5 A BUSINESS JUDGMENT RULE NO DIREITO PORTUGUÊS

6.5.1 Rápida visão da governança corporativa das sociedades por ações no direito português

⁹⁸³ ALLEGRI, Vincenzo. **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**. Milano: Giuffrè, 1979, pp. 172 *et seq.* FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. *In*: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 398.

⁹⁸⁴ FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. *In*: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 398.

⁹⁸⁵ ADEN, Iftin Ebe Hassan. **The business judgment rule: a safe harbor for the directors against the liabilities in the U.S. System, but in Italy?** [S.l.]: [s.n.], 2013, pp. 8-9. Disponível em: <https://www.businessjus.com/it/the-business-judgment-rule-a-safe-harbor-for-the-directors-against-the-liabilities-in-the-u-s-system-but-in-italy/>. Acesso em: 5 fev. 2021.

O direito societário português também se encontra inserido na família do direito romano-germânico. Em vários aspectos de governança corporativa, como se verá a seguir, assemelha-se mais ao direito italiano do que ao alemão. Isso representa afirmar que o direito societário português, mesmo que se conclua ter certa rigidez, por exigir que atos societários tenham determinado conteúdo mínimo, aparenta ser mais flexível do que o alemão⁹⁸⁶. De fato, principalmente após a reforma legislativa ocorrida em 2006⁹⁸⁷, a sociedade anônima, forma societária a ser adotada pelas companhias que queiram captar recursos no mercado de capitais e listar seus valores mobiliários em bolsa de valores, tornou-se sobremaneira semelhante com a *società per azioni* italiana, por poder adotar uma de três estruturas distintas disponíveis para seus órgãos de administração.

A sociedade anônima portuguesa é regida pelo menos pelos seguintes diplomas legais: (i) o Código Civil Português, de 1966; (ii) o Código das Sociedades Comerciais, de 1986; (iii) o Decreto-lei nº 486/1999, também conhecido como “Código dos Valores Mobiliários”; e (iv) o Decreto-lei nº 76-A/2006, que reformou o Código das Sociedades Comerciais.

6.5.1.1 As três estruturas dos órgãos de administração e seus respectivos poderes

⁹⁸⁶ É importante ressaltar que o direito societário italiano passou por profunda modernização com a edição da Lei Draghi. Tal reforma tornou o direito societário italiano mais flexível, com número menor de regras obrigatórias, mais parecido, neste aspecto, com o direito societário visto nos Estados Unidos da América. Ao mesmo tempo, foram adotadas regras que podem ser mais facilmente moldadas às necessidades e vontades das partes envolvidas. V., neste sentido, VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005, pp. 209-212.

⁹⁸⁷ Por meio da edição do Decreto-Lei nº 76-A/2006. É importante ressaltar que o direito societário português passou por profunda modernização com a edição do Decreto-Lei nº 76-A/2006. Tal reforma tornou o direito societário português mais flexível, com número menor de regras obrigatórias, mais parecido, neste aspecto, com o direito societário visto nos Estados Unidos da América, assim como o ocorrido no direito italiano. Ao mesmo tempo, foram adotadas regras que podem ser mais facilmente moldadas às necessidades e vontades das partes envolvidas. V., neste sentido, CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 28 *et seq.*

O primeiro aspecto que denota ser o direito societário português - assim como o italiano - menos rígido que o alemão é o fato de não existir qualquer regra que crie sistema de cogestão⁹⁸⁸. Também de maneira similar ao visto no direito italiano, a lei societária portuguesa é mais flexível que a alemã por permitir diferentes estruturas de órgãos de administração que as sociedades lusitanas podem adotar. Com efeito, com a edição do Decreto-lei nº 76-A/2006, as companhias portuguesas passaram a ter um leque de opções à sua disposição e agora podem escolher entre três diferentes modelos para seus órgãos de administração⁹⁸⁹. Como se perceberá a seguir, a reforma levada a cabo por meio da edição do Decreto-lei nº 76-A/2006 assemelha-se, em muito, com aquela efetivada por meio da Lei Draghi na Itália. Tais modelos, a serem mais detalhadamente analisadas a seguir, são: (i) o chamado “clássico”, composto por um conselho de administração e um conselho fiscal⁹⁹⁰; (ii) o chamado “anglo-saxônico”, composto por um conselho de administração, que terá uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas⁹⁹¹; e (iii) o chamado “germânico”, composto por conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas⁹⁹².

6.5.1.1.1 Modelo clássico

⁹⁸⁸ HAMANN, Tobias. Da cogestão dos trabalhadores no órgão de fiscalização das sociedades anónimas e das sociedades por quotas – um instituto prestável? **Direito das Sociedades em Revista**, v. 20, nov. 2018, pp. 381-382. Segundo o referido autor, o assunto nunca recebeu muita atenção em Portugal.

⁹⁸⁹ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019. Conforme Alexandre de Soveral Martins explica, antes da edição do Decreto-Lei nº 76-A/2006, somente dois modelos haviam sido tipificados, a saber: (i) o de conselho de administração e conselho fiscal; e (ii) o de direção, conselho geral e revisor oficial de contas. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. *In*: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. 5, 2012, p. 107.

⁹⁹⁰ Cf. artigo 278, 1, a, do Código das Sociedades Comerciais.

⁹⁹¹ Cf. artigo 278, 1, b, do Código das Sociedades Comerciais.

⁹⁹² Cf. artigo 278, 1, c, do Código das Sociedades Comerciais.

O modelo clássico⁹⁹³, que é o comumente adotado pelas sociedades anônimas daquele país, é o que já estava positivado no momento da edição do Decreto-Lei nº 76-A/2000, que reformou o direito societário português⁹⁹⁴. Em tal modelo, a administração e a fiscalização da sociedade são de competência, respectivamente, do conselho de administração e do conselho fiscal⁹⁹⁵⁻⁹⁹⁶. Ademais, a doutrina divide o referido modelo em duas vertentes, a saber, a simples e a complexa⁹⁹⁷. Conforme ensina Paulo Olavo Cunha, a diferença materializa-se no fato de o revisor de contas fazer (na modalidade complexa) ou não (na modalidade simples) parte do conselho fiscal⁹⁹⁸.

O conselho de administração será composto pelo número de administradores fixado nos atos constitutivos e, para as sociedades com capital inferior a 200.000 euros, tal órgão poderá ser composto por um único membro⁹⁹⁹. Uma outra característica importante é que, no direito português, a administração das sociedades anônimas pode ficar a cargo de uma pessoa jurídica, desde que tal administrador nomeie uma pessoa física para conduzir sua própria gestão¹⁰⁰⁰.

Os atos constitutivos poderão determinar a delegação, a um ou mais administradores, ou, alternativamente, a uma comissão executiva, da administração ordinária da sociedade¹⁰⁰¹. Note-se que a delegação possui restrições e algumas

⁹⁹³ Alexandre de Soveral Martins informa que tal modelo também é chamado de “latino” ou “tradicional”. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. *In*: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. V, 2012, p. 108.

⁹⁹⁴ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 796.

⁹⁹⁵ O modelo clássico português é semelhante à estrutura tradicional italiana, estudada anteriormente.

⁹⁹⁶ Cf. artigo 278, 1, a, do Código das Sociedades Comerciais.

⁹⁹⁷ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 796.

⁹⁹⁸ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 796-797.

⁹⁹⁹ Cf. artigo 390, 1 e 2, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰⁰ Cf. artigo 390, 4, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰¹ Cf. artigo 407, 3, do Código das Sociedades Comerciais. Para Alexandre de Soveral Martins, a delegação prevista no artigo 407 seria “imprópria”, pois o que se vê, de verdade, seria mera permissão

matérias permanecerão sempre sob responsabilidade do conselho de administração, tais como a escolha de seu próprio presidente, os pedidos de convocação de assembleias gerais e os projetos de fusão, cisão e transformação da sociedade¹⁰⁰².

Não obstante a possibilidade de se delegar poderes, aos membros do conselho de administração caberá deliberar sobre os mesmos assuntos já tratados pelos executivos, caso assim entendam ser necessário¹⁰⁰³. Ademais, com a delegação, o conselho de administração passará a ter função fiscalizadora em relação aos atos executivos.

Já o conselho fiscal possui funções de monitoramento. Com efeito, o referido órgão é responsável, dentre outras atribuições, por fiscalizar a administração da sociedade de maneira ampla, bem como vigiar pela observância da lei e do contrato de sociedade e verificar a regularidade dos livros, registros contábeis e documentos que lhe servem de suporte¹⁰⁰⁴.

6.5.1.1.2 Modelo anglo-saxônico

O modelo anglo-saxônico¹⁰⁰⁵ foi adotado em 2006, em Portugal, por meio da edição do Decreto-lei nº 76-A/2006 e passou a ser previsto no Código das Sociedades

legal para que o conselho de administração “encarregue” um ou mais administradores de *algumas* matérias, além de não alterar o regime de responsabilidade dos referidos profissionais. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 407 - delegação de poderes de gestão. *In*: ABREU, Jorge M. Coutinho de Abreu. **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019, pp. 446-447.

¹⁰⁰² Cf. artigos 407, 4, e 406, ambos do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰³ Cf. artigo 407, 8, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰⁴ Cf. artigo 420, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰⁵ Alexandre de Soveral Martins informa que tal modelo também é chamado de “monista”. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. *In*: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. 5, 2012, p. 110.

Comerciais¹⁰⁰⁶. Similar à estrutura monística do direito italiano, é composto por órgão único, o conselho de administração, cuja composição incluirá uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas¹⁰⁰⁷. Como sua designação indica, sua inspiração é o direito dos países que adotam o *common law* enquanto sistema jurídico. Sua adoção no direito português ajuda a facilitar a adaptação de sociedades empresárias de grande porte às sociedades *holdings* estrangeiras, de maneira a facilitar a emulação das estruturas administrativas vistas algures¹⁰⁰⁸.

Neste modelo, o conselho de administração será composto por executivos, responsáveis pela gestão corriqueira dos negócios empresariais, que também serão responsáveis pela representação da sociedade perante terceiros¹⁰⁰⁹. Alguns dos membros do conselho de administração neste modelo integrarão, ainda, a comissão de auditoria, com, no mínimo, três membros efetivos¹⁰¹⁰. Se a sociedade tiver seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulados, sua comissão de auditoria deverá incluir ao menos um membro que tenha curso superior adequado ao exercício de suas funções e conhecimentos de auditoria e contabilidade, a ser visto como membro independente¹⁰¹¹. A delegação de poderes é permitida nos mesmos moldes vistos anteriormente no modelo clássico¹⁰¹².

¹⁰⁰⁶ Cf. artigo 278, 1, b, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰⁷ Cf. artigo 278, 1, b, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁰⁸ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 805.

¹⁰⁰⁹ Conforme artigo 405 do Código das Sociedades Comerciais. Segundo ensina Alexandre de Soveral Martins, o conselho de administração cumula duas funções distintas, a de *gerir* a sociedade e a de *representar* a sociedade. Enquanto a primeira é de maior importância internamente, a segunda tem maior relevo externamente, apesar de ambas estarem claramente ligadas. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 405 - competência do conselho de administração. *In*: ABREU, Jorge M Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019, p. 422.

¹⁰¹⁰ Cf. artigo 423-B, 2, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰¹¹ Cf. artigo 423-B, 4, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰¹² Cf. artigo 407 do Código das Sociedades Comerciais.

6.5.1.1.3 Modelo germânico

O modelo germânico¹⁰¹³, informa Paulo Olavo Cunha, foi originalmente introduzido no direito português com a edição do Código das Sociedades Comerciais em 1986¹⁰¹⁴. Quando criado, tal modelo tinha três órgãos, o que demonstrou ser demasiadamente rígido, o que levou à sua reforma com a edição do Decreto-lei nº 76-A/2006, com vistas a torná-lo mais flexível¹⁰¹⁵. Com a reforma, os órgãos principais do referido modelo tiveram suas designações alteradas, e passaram a ser chamados de (i) conselho de administração executivo; (ii) conselho geral e de supervisão, e (iii) o revisor oficial de contas¹⁰¹⁶.

Segundo Paulo Olavo Cunha, o conselho de administração executivo é um órgão com características mais técnicas que o conselho de administração tradicional, apesar de concentrar menos poderes¹⁰¹⁷. Já o conselho geral e de supervisão assemelha-se ao conselho fiscal, enquanto ao revisor oficial de contas cabe a função de conferir as demonstrações contábeis e as contas da companhia¹⁰¹⁸. Note-se que, pela ausência de previsão legal, a interpretação que prevalece é que os poderes atribuídos sob tal modelo não podem ser objeto de delegação¹⁰¹⁹.

¹⁰¹³ Alexandre de Soveral Martins informa que tal modelo também é chamado de “dualista”. MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. In: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. 5, 2012, p. 110.

¹⁰¹⁴ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 800.

¹⁰¹⁵ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 800.

¹⁰¹⁶ Cf. artigo 278, 1, c, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰¹⁷ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 801.

¹⁰¹⁸ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 801.

¹⁰¹⁹ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 810-811.

6.5.1.2 Deveres e responsabilidades dos administradores

São considerados deveres fundamentais dos administradores (i) o de cuidado e (ii) o de lealdade¹⁰²⁰. Tais deveres fiduciários são considerados transplantes jurídicos do sistema do *common law* para o direito português¹⁰²¹. Especificamente de interesse a este trabalho, segundo Ana Filipa Rocha Loureiro, deve-se levar em conta o dever de cuidado, que seria espelho do *duty of care* do direito americano, pela relação direta que possui com a *business judgment rule*¹⁰²².

Note-se que o dever de cuidado, assim como positivado no Código das Sociedades Comerciais, determina que o administrador deve demonstrar “disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado”¹⁰²³. Assim, como explica Paulo Olavo Cunha, a régua para se medir o cumprimento do dever de cuidado não é o do *bonus pater familiae*, do homem médio, como visto no direito civil tradicionalmente¹⁰²⁴. Na verdade, informa o referido autor, espera-se mais do administrador das sociedades, de maneira a executar suas funções em harmonia com as dificuldades vistas nos negócios empresariais¹⁰²⁵. Não

¹⁰²⁰ Cf. artigo 64 do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰²¹ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 14.

¹⁰²² LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 136.

¹⁰²³ Cf. artigo 64, 1, a, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰²⁴ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 566.

¹⁰²⁵ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 566-567.

obstante a elevada expectativa depositada no cumprimento do dever de cuidado, não se pode esquecer que o que existe é obrigação de meio, não de resultado¹⁰²⁶.

O descumprimento dos seus deveres faz nascer ao administrador a obrigação de indenizar eventuais danos ocorridos¹⁰²⁷. Mas a existência de danos indenizáveis é essencial ao nascimento da obrigação de indenizar¹⁰²⁸. Note-se, contudo, que o Código das Sociedades Comerciais cria verdadeira presunção de culpa relacionada à atuação dos administradores¹⁰²⁹.

6.5.2 A aplicação da *business judgment rule* no direito português

Talvez o primeiro ponto a ser citado acerca da *business judgment rule* e sua aplicabilidade ao direito português é que tal princípio foi positivado¹⁰³⁰. Com efeito, o artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, cria uma regra de imunidade que combate a presunção de culpa relacionada à atuação dos administradores, conforme mencionada no item anterior¹⁰³¹.

Para a aplicação da regra de isenção de responsabilidade do artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, contudo, alguns requisitos deverão ser observados. Em primeiro lugar, o administrador deverá provar ter agido em termos

¹⁰²⁶ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 136.

¹⁰²⁷ Cf. artigo 72, 1, do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰²⁸ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, pp. 69-70.

¹⁰²⁹ CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 891-892.

¹⁰³⁰ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 86.

¹⁰³¹ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 86.

informados, em decorrência do exercício do dever de cuidado¹⁰³². Em segundo lugar, o administrador deverá observar plenamente o dever de lealdade, pois deverá estar comprovadamente “livre de qualquer interesse pessoal”¹⁰³³. Por fim, o administrador deverá comprovar ter agido dentro de critérios de racionalidade empresarial¹⁰³⁴. Cabe, assim, ao administrador, comprovar os requisitos legais positivados para que se isente de culpa.

6.6 TRAÇO COMUM ENTRE OS TRÊS SISTEMAS JURÍDICOS ANALISADOS

Apesar de tanto a inserção quanto a evolução da *business judgment rule* na Alemanha, na Itália e em Portugal serem um pouco diferentes, traços comuns podem ser facilmente encontrados. De fato, como se viu acima, nos três países, a *business judgment rule* foi inserida como regra de mitigação de responsabilidade de administradores, a quem não será imputada obrigação de indenizar a não ser que tenham descumprido os deveres de cuidado (diligência) e de lealdade. Assim, uma vez aceita a *business judgment rule* (por construção pretoriana ou em decorrência de positivação), o que se percebe é que haverá maior reticência, por parte do Poder Judiciário, em punir os administradores após terem tomado certas decisões no seio empresarial, mesmo que tenham levado a perdas. Assim, ficam preservados os poderes dos administradores, o que lhes dará paz de espírito para poderem tomar decisões menos conservadoras, mas que podem levar ao aumento do retorno do capital investido por acionistas e demais financiadores.

¹⁰³² Nos termos do artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, “[a] responsabilidade é excluída se alguma das pessoas referidas no número anterior provar que atuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial.

¹⁰³³ GOMES, José Ferreira. Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador. *In*: CÂMARA, Paulo *et al.* **Conflito de interesses no direito societário e financeiro** - um balanço a partir da crise financeira. Coimbra: Almedina, 2010, pp. 162-164.

¹⁰³⁴ LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016, p. 117.

Outro aspecto comum que se observa é que, nos três países, caberá, em boa parte, aos administradores provar que agiram diligentemente. Isso representa dizer que há alocação de ônus da prova sobre os ombros de tais profissionais. Note-se que isso discrepa sobremaneira do que se vê na jurisprudência americana, notadamente na do estado de Delaware, que cria regra de imunidade associada à abstenção de revisão de decisões empresariais por parte do Poder judiciário¹⁰³⁵. Para se afastar a presunção protetiva dada pela jurisprudência de Delaware, quem acusa judicialmente os administradores de descumprimento de seus deveres é que terá o ônus de criar tese plausível para demonstrar o ilícito¹⁰³⁶. O resultado disso é que a *business judgment rule*, conforme adotada nos três países, desfralda-se de maneira mais acanhada e mitigada.

Por fim, como também já se viu anteriormente¹⁰³⁷, para a jurisprudência do estado de Delaware também, a *business judgment rule* aloca poder nas mãos dos administradores, o que impede que o Estado, notadamente por meio do Poder Judiciário, avance sobre as decisões empresariais legítimas e legais. Tal aspecto, no entanto, é, em boa parte, ignorado pela *business judgment rule* conforme adotada nos três países mencionados, restringindo-se a sua aplicação à mitigação da responsabilidade dos administradores. Tal posicionamento adotado na Alemanha, na Itália e em Portugal certamente empobrece e restringe o alcance de tal norma, que demorou séculos para evoluir e atingir seu estado atual, e que dá enorme eficiência econômica às empresas americanas. Fica aqui, portando, importante lição a ser aprendida pelo legislador e por julgadores brasileiros.

¹⁰³⁵ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

¹⁰³⁶ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

¹⁰³⁷ V. capítulo 3 *supra*.

7 VISÃO DA GOVERNANÇA DAS *CORPORATIONS* NOS ESTADOS UNIDOS, COM ÊNFASE EM DELAWARE

7.1 INTRODUÇÃO

No capítulo anterior, foram estudados sistemas jurídicos de três países que muito influenciam o direito brasileiro.

Chegou o momento, neste trabalho, de se estudar de maneira mais profunda o direito societário de Delaware. O direito societário de Delaware é conhecido por conceder amplos poderes discricionários e margem de manobra aos administradores, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*¹⁰³⁸. Por isso, este capítulo visa a estudar a estrutura jurídico-societária adotada em Delaware.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais seis partes. Na próxima, apresentar-se-á a estrutura de governança positivada no direito de Delaware. Assim, serão estudadas as funções e atribuições do *board of directors* e dos *officers*. Após, serão estudados os deveres fiduciários sob o direito de Delaware. Na seção seguinte, tratar-se-á do dever de lealdade, seguido, após, pelo de diligência. Na seção seguinte serão comparados os deveres de lealdade e diligência, conforme aplicados em Delaware.

¹⁰³⁸ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

7.2 VISÃO DA GOVERNANÇA DAS CORPORATIONS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, COM ÊNFASE EM DELAWARE

Como visto no Capítulo 5 deste trabalho, o direito societário do estado de Delaware é considerado o mais importante dos Estados Unidos da América. Conforme visto no Capítulo 2, apesar de as regras precisas e bem-redigidas servirem para influenciar positivamente as pessoas¹⁰³⁹, os padrões legais abertos (*standards*), em que o alcance das normas fica para ser determinado posteriormente pelo Poder Judiciário, são mais flexíveis e podem ser facilmente adaptados *ex post* quando necessário, sem inevitáveis e constantes reformas legislativas¹⁰⁴⁰.

Especificamente no que concerne às relações e questões societárias internas e complexas, parece ser menos adequado fiar-se somente em regras precisas¹⁰⁴¹. Os deveres fiduciários dos administradores, assim, tornam-se muito importantes¹⁰⁴². Para que tal dever seja positivado de maneira eficiente, não só não se deve utilizar regras precisas para detalhar seu alcance, mas também é necessário que se evite tentar determinar *ex ante*, mesmo que vagamente, o seu conteúdo, que deverá ser estabelecido *ex post* em cada caso¹⁰⁴³. A determinação de antemão do conteúdo do dever de diligência pode colocar em xeque a eficiência do texto legal. Por isso, a

¹⁰³⁹ EHRlich, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, pp. 262-282. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. In: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 628.

¹⁰⁴⁰ EHRlich, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974, p. 277. KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992, pp. 616-617.

¹⁰⁴¹ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 630-631.

¹⁰⁴² ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

¹⁰⁴³ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

business judgment rule deve ser vista como resposta a eventuais efeitos negativos da tentativa de se determinar de antemão o alcance do dever de diligência¹⁰⁴⁴.

Um outro aspecto importante que não pode ser esquecido é o fato de, nas companhias abertas americanas, ser bastante comum existir, sob a ótica *econômica*, relação *principal-agent* entre acionistas e administradores¹⁰⁴⁵. Não obstante, para que a sociedade seja adequadamente gerida, estes últimos deverão ter espaço suficiente de manobra e liberdade em relação àqueles, bem como ser essencial impor-se limites à interferência estatal e ao alcance da regulação e das normas positivadas, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*¹⁰⁴⁶. Assim, o emprego de padrões abertos para reger questões societárias internas e complexas em companhias abertas será, via de regra, mais adequada do que a adoção de regras precisas¹⁰⁴⁷. O direito societário do estado de Delaware segue, em boa parte, o modelo de *standards*.

7.2.1 A administração das *corporations* sob o direito societário americano, com ênfase no estado de Delaware

¹⁰⁴⁴ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law.** [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

¹⁰⁴⁵ Robert C. Clark explica que, sob a ótica essencialmente jurídica, não há relação *principal-agent* entre acionistas e administradores. CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business.** Boston: Harvard Business School Press, 1985, p. 56.

¹⁰⁴⁶ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne.** Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. V., no mesmo sentido, HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not.** [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

¹⁰⁴⁷ ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001, pp. 1294-1295. Note-se, contudo, como apontado pelos referidos autores, que a *business judgment rule* não é um padrão positivado nos Estados Unidos da América, país onde surgiu. Sua origem é pretoriana e, até hoje, somente está previsto na jurisprudência.

A estrutura típica formal de controle e operações das *corporations* é formada por três “grupos” diferentes em composição e funções: (i) o composto pelos acionistas (assembleia geral); (ii) o formado pelos *directors* (o *board of directors*, que se assemelha ao conselho de administração previsto na Lei nº 6.404/76); e (iii) os *officers* (que fazem as vezes dos diretores nos termos da Lei nº 6.404/76)¹⁰⁴⁸.

As participações societárias dos *shareholders* são materializadas em ações (*shares*), que representam direitos expectativos e residuais de crédito em relação à sociedade e aos demais credores da sociedade¹⁰⁴⁹. Assim, depois de satisfeitos os demais credores e apuradas as reservas, os *shareholders* terão, via de regra, direito de receber o que sobrar, na forma de distribuição de lucros.

Os *shareholders* poderão exercer indiretamente o poder de controle em relação à sociedade, em boa parte, por meio da eleição dos membros do *board of directors*¹⁰⁵⁰. Esses últimos – não os *shareholders* -, contudo, terão poder de mando efetivo, já que a lei societária lhes outorga atribuições gerenciais amplas e centralizadas, mesmo que de maneira colegiada¹⁰⁵¹. Assim, a lei societária dá aos *directors* o poder para gerenciar o dia a dia da *corporation*¹⁰⁵². Note-se, contudo, que é muito comum, notadamente nas companhias abertas, que o gerenciamento efetivo seja delegado aos *officers*, que se tornam responsáveis pelos afazeres diários da

¹⁰⁴⁸ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, pp. 122-123.

¹⁰⁴⁹ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 123.

¹⁰⁵⁰ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 123. Note-se, que, conforme aponta Robert C. Clark, os *shareholders* terão o direito de exprimir sua vontade, ainda, em situações específicas e extraordinárias, como a incorporação ou a fusão da companhia, sua dissolução ou a alteração dos seus *articles of incorporation*. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 94.

¹⁰⁵¹ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 123. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 94.

¹⁰⁵² KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 123.

sociedade, colocando o *board of directors* em posição mais de supervisão do que propriamente em função executiva¹⁰⁵³.

A alocação de poderes nos *directors*, principalmente no *board of directors* enquanto órgão de decisão colegiada, é amplamente protegida pela *business judgment rule*, que, além de dar certa imunidade a tais administradores em relação a perdas sofridas pela sociedade, determina a não interferência de terceiros – notadamente o estado, inclusive o Poder Judiciário – nas decisões tomadas no âmbito empresarial¹⁰⁵⁴.

7.2.1.1 O *board of directors*

No direito societário do estado de Delaware, o *board of directors* das *corporations* é o órgão obrigatório em que praticamente todo poder e autoridade são exercidos no âmbito da sociedade¹⁰⁵⁵. As decisões são sempre colegiadas e formalmente registradas por meio de atas¹⁰⁵⁶. Na típica companhia aberta americana, é o *board of directors* que detém efetivo poder de mando sobre as atividades empresariais, pois acontece o “divórcio” entre a propriedade acionária e o real controle, que é exercido pelo referido órgão, como bem afirmam Adolf A. Berle e

¹⁰⁵³ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, pp. 106-107. Segundo o referido autor, apesar de os membros do *board of directors* terem posicionamento bastante passivo até as décadas de 1960 e 1970, tal comportamento mudou a partir da década de 1980, notadamente em decorrência de várias ações de responsabilidade propostas contra tais profissionais e escândalos empresariais amplamente noticiados. A partir de então, completa o referido autor, a participação de integrantes “independentes” nos *board of directors* tornou-se cada vez mais vista, profissionalizando a atividade dos referidos órgãos.

¹⁰⁵⁴ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227.

¹⁰⁵⁵ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 155. Para Stephen M. Bainbridge, o *board of directors* representa o ápice da hierarquia de poder das *corporations*. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85.

¹⁰⁵⁶ CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 109.

Gardiner C Means¹⁰⁵⁷. Segundo tais autores, tal fenômeno econômico leva ao antagonismo entre os interesses dos acionistas, normalmente passivos, e os *directors*¹⁰⁵⁸, o que ocasiona os *agency conflicts* descritos no Capítulo 2 deste trabalho.

Note-se, ainda, que é muito comum que a administração do dia a dia da sociedade seja delegada aos *officers* (*senior management*), o que coloca o *board of directors* em função que mais se assemelha a de órgão de supervisão¹⁰⁵⁹. Tal supervisão dá-se pelo constante monitoramento e julgamento da performance e da eficiência da execução das tarefas delegadas aos *officers*¹⁰⁶⁰. Outra função tipicamente alocada nas mãos dos *directors* é a de determinar políticas empresariais, estipulando a estratégia geral da sociedade¹⁰⁶¹. Além disso, em momentos de crise e de dificuldade, cabe ao *board of directors* tomar decisões estratégicas com velocidade adequada, orientando o *senior management*, com vistas a lidar adequadamente e debelar eventuais problemas¹⁰⁶².

Por ser um órgão de decisão colegiada, em que um único *director* não consegue – por questão prática - exercer sozinho o poder de determinar o futuro da sociedade, os membros do *board of directors* deverão sempre se consultar mutuamente e compartilhar suas diferentes visões¹⁰⁶³. Assim, o que se espera é que as decisões sejam sempre fruto de deliberação colegiada, em detrimento das ações tomadas individualmente, por haver expectativa que aquelas sejam de melhor

¹⁰⁵⁷ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Brunswick e London: Transaction Books, 1991, p. 66.

¹⁰⁵⁸ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Brunswick e London: Transaction Books, 1991, p. 7.

¹⁰⁵⁹ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

¹⁰⁶⁰ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 1-4.

¹⁰⁶¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 100.

¹⁰⁶² FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

¹⁰⁶³ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 110.

qualidade que estas¹⁰⁶⁴. De fato, a seção 141 (a) da *Delaware General Corporation Law*¹⁰⁶⁵ determina que os negócios empresariais de toda e qualquer *corporation* serão administrados por - sob a direção de - um *board of directors*. Já o item “b” da mesma seção determina que o *board of directors* será composto por um ou mais membros, todos pessoas naturais. O mesmo dispositivo determina que o número de membros do *board of directors* será determinado pelos *bylaws*, a não ser que o *certificate of incorporation*¹⁰⁶⁶ contenha regra diferente a este respeito. O referido item “b” ainda traz as seguintes regras: os membros do *board of directors* não precisam ser acionistas, a não ser que o *certificate of incorporation* determine de outra maneira; e o *certificate of incorporation* ou os *bylaws*¹⁰⁶⁷ poderão prever qualificação mínima para os membros do *board of directors*.

O item “b” da seção 141 da *Delaware General Corporation Law* também traz dispositivos que tratam dos quóruns em deliberações: em primeiro lugar, membros que componham a maioria simples do *board of directors* serão suficientes para

¹⁰⁶⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85. CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 110.

¹⁰⁶⁵ *Title 8, Chapter 1, Delaware Code*.

¹⁰⁶⁶ Nos termos da seção 101 (a), da Delaware General Corporation Law, a constituição de uma *corporation* dependerá, inclusive para que nasça a personalidade jurídica, do arquivamento (*filing*) de um *certificate of incorporation*, que deverá conter ao menos as seguintes informações: (i) nome empresarial; (ii) endereço da sociedade; (iii) objeto social, que pode ser amplo com uma redação do tipo “all lawful acts and activities” ou “any and all lawful purposes”; (iv) classes e quantidade de ações que a companhia poderá emitir; (v) o nome e endereço das pessoas responsáveis pela constituição (os “*incorporators*”); e (vi) determinação se os poderes dos *incorporators* extinguem-se com o arquivamento do *certificate of incorporation*, os nomes e endereços dos membros do *board of directors* até a assembleia geral de acionistas subsequente, ou até que os seus sucessores sejam eleitos. O *certificate of incorporation* poderá conter, ainda, outras informações, dentre as quais podem ser destacadas: (i) limites ou especificações relacionados às atividades da sociedade ou aos poderes dos administradores e dos acionistas; (ii) direito de preferência na subscrição de novas ações em futuros aumentos de capital; (iii) especificações relacionadas a quóruns especiais para determinadas deliberações; (iv) limite temporal para existência da sociedade; (v) disposição acerca da assunção de responsabilidade pessoal dos acionistas em relação ao passivo da sociedade; (vi) disposição acerca da limitação da responsabilidade dos *directors* em relação à sociedade e aos acionistas, em caso de descumprimento do dever de lealdade ou outros previstos legalmente.

¹⁰⁶⁷ Os *bylaws* complementam o *certificate of incorporation*, em documento apartado. Com efeito, conforme explica Stephen M. Bainbridge, os *bylaws* conterão as regras de governança dos aplicáveis aos assuntos internos da sociedade. Por constituírem documento privado e não estarem sujeitos a arquivamento perante órgão de registro empresarial, tendem a ser mais detalhados que o *certificate of incorporation*. Ademais, informa o referido autor, os *bylaws* podem ser mais facilmente reformados e adaptados às necessidades da sociedade. Contudo, em caso de conflito entre as regras contidas nos *bylaws* e no *certificate of incorporation*, este último prevalecerá. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 16.

deliberar validamente acerca da celebração de negócios jurídicos, a não ser que o *certificate of incorporation* ou os *bylaws* contenham regras que tratem o assunto de outra forma. De qualquer maneira, o quórum mínimo permitido para deliberação válida será de um terço do número total de membros do conselho de administração. Além disso, o referido dispositivo legal determina que votos que representem a maioria dos presentes serão suficientes para aprovação (desde que o quórum mínimo para deliberação tenha sido atingido), a não ser que o *certificate of incorporation* ou os *bylaws* determine ser necessária quantidade maior de votos.

Um aspecto curioso da lei societária de Delaware permite que sejam criados os chamados “*classified*” ou “*staggered*” *board of directors*, em que a estrutura do referido órgão poderá ter até três classes distintas para seus membros. Nos termos do item “d” da seção 141, tais classes podem ser diferentes em relação (i) ao período do mandato de cada membro do *board of directors*, dificultando, assim, a eleição (e a substituição) de todos ao mesmo tempo; e (ii) aos poderes de voto¹⁰⁶⁸. Note-se que a utilização de *classified boards* está cercada de certa controvérsia, mas é prática bastante comum nos Estados Unidos da América, onde a maioria das companhias abertas já adotou tal estrutura, apesar de haver forte movimento no sentido de condenar sua utilização¹⁰⁶⁹.

7.2.1.2 Os *officers*

¹⁰⁶⁸ O referido item “d” da seção 141 permite que alguns *directors* tenham mais votos que outros.

¹⁰⁶⁹ KOPPEL, Richard H; GANSKE, Lyle G; HAAG, Charles T. Corporate governance out of focus: the debate over classified boards. **The Business Lawyer**, v. 54, n. 3, maio 1999, pp. 1025-1031. Segundo os referidos autores, a discussão está relacionada aos efeitos de longo prazo para as sociedades que adotam tais mecanismos. Os *classified boards* podem ser utilizados como poderoso mecanismo de defesa contra aquisições hostis de controle, já que impedem que novos controladores societários detenham maioria de votos no conselho de administração, principalmente quando associados àqueles outros dispositivos *antitakeover* conhecidos como “*poison pills*”. Assim, explicam os referidos autores, apesar de dificultarem a alternância de controle, podem, ao menos em tese, ajudar a atingir maiores preços pelas ações em caso de tentativa de aquisição hostil. Tal mecanismo pode, ainda, ajudar a promover estabilidade e continuidade nos planos que os administradores tenham para a sociedade. Sob outra ótica mais negativa, os *classified boards* podem ajudar a proteger administradores com pouca habilidade ou capacidade técnica, justamente por dificultarem a troca de administradores naquilo que se convencionou chamar de “*entrenchment*” (entrenchamento).

Como afirmado no item anterior, a administração do dia a dia da sociedade é normalmente delegada aos *officers* (*senior management*), o que torna o *board of directors*, na prática, órgão de supervisão¹⁰⁷⁰. Como explica Stephen M. Bainbridge, tal delegação decorre do fato de a *corporation* moderna ser muito complexa para que só os *directors* consigam administrá-las adequadamente, sendo necessário alocar as funções gerenciais nas mãos de outros profissionais¹⁰⁷¹. Tal alocação dá-se de maneira relativamente ampla (sem, logicamente, usurpar os poderes dos *directors*)¹⁰⁷². No direito societário de Delaware, como já apontado, os *shareholders* elegem os *directors* que, por sua vez, possuem poderes para contratar e dispensar os *officers*¹⁰⁷³. Sob o viés estritamente jurídico, aos *officers* é delegado poder - pelo *board of directors* ou por meio dos *bylaws* - para tomar decisões administrativas¹⁰⁷⁴.

Hierarquicamente, os *officers* posicionam-se abaixo dos *directors*, mas acima dos empregados que tradicionalmente executam suas funções sem poder de administrar¹⁰⁷⁵. Por isso, a lista de *officers* (inclusive no que diz respeito à designação específica de seus cargos) pode ser ampla, pois serão admitidos conforme houver necessidade para o adequado gerenciamento da sociedade¹⁰⁷⁶. A designação dada a cada *officer*, hoje em dia, é bem flexível, mas é muito comum que se adote a de *chief*

¹⁰⁷⁰ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation**: besieging the board. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

¹⁰⁷¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 100. Segundo o referido autor, não se espera que os *directors* tomem decisões de menor importância, como, por exemplo, contratar um capataz.

¹⁰⁷² SHANER, Megan W. The (un)enforcement of corporate officer's duties. **UC Davies Law Review**, v. 48, n. 1, nov. 2014, pp. 273 e 285.

¹⁰⁷³ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 100.

¹⁰⁷⁴ KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance**: legal and economic principles. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 137.

¹⁰⁷⁵ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 156.

¹⁰⁷⁶ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 156.

executive officer (ou *CEO*) para o principal executivo¹⁰⁷⁷. O que importa, no entanto, é que o *officer* tenha funções administrativas e executivas, e tal título não será concedido a quem não tenha poderes discricionários e decisórios para decidir em nome da sociedade¹⁰⁷⁸. Em decorrência da delegação permitida pelo direito societário americano, uma vez delegados os poderes, nem mesmo os *directors* terão as atribuições ordinárias dos *officers* para administrar o dia a dia da sociedade¹⁰⁷⁹. Note-se que tal afirmação tem importante consequência: a delegação permitida no direito societário americano coloca os *officers*, principalmente o *chief executive officer*, em posição que lhes permite deter enorme poder para conduzir ao êxito ou a derrocada de grandes sociedades empresárias¹⁰⁸⁰.

A seção 142 da *Delaware General Corporation Law* trata das atribuições dos *officers*. O item “a” da referida seção determina que cada *corporation* constituída em Delaware terá os *officers* com títulos e atribuições conforme for estipulado nos *bylaws* ou em uma resolução do *board of directors* que não entre em choque com o previsto nos *bylaws*. Note-se que o referido item “a” determina que a um dos *officers* sejam atribuídas as funções de manter os registros de atos societários e respectivos livros, e tal administrador é normalmente chamado de *company* (ou *corporate*) *secretary*. O item “b” da referida seção 142 determina que os prazos dos mandatos serão designados nos *bylaws* ou mesmo pelo próprio *board of directors*.

Por fim, é importante ressaltar que, não obstante os *directors* terem a atribuição precípua de administrar a companhia, com a delegação, os *officers* passarão a fazê-lo em relação aos afazeres diários, como já apontado. Em decorrência disso, um *officer* em especial - o principal executivo (o *chief executive*

¹⁰⁷⁷ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 156. Outras designações corriqueiras são: *chief financial officer* (ou *CFO*) para o principal executivo financeiro; (ii) *chief operations officer* (ou *COO*) para o principal executivo de operações; e (iii) *chief legal officer* (ou *CLO*) para o principal advogado.

¹⁰⁷⁸ SPARKS, III, A. Gilchrist; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, p. 216.

¹⁰⁷⁹ SPARKS, III, A. Gilchrist; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, p. 216.

¹⁰⁸⁰ JOHNSON, Lyman P. Q.; MILLON, David K. Recalling why corporate officers are fiduciaries. **William & Mary Law Review**, v. 46, n. 5, 2005, p. 1599.

officer, que poderá receber a designação de *president*) – terá poderes de representação em relação à sociedade, inclusive para assinar contratos e celebrar outros negócios jurídicos em nome da companhia¹⁰⁸¹. Já em relação a outros *officers* (inclusive os *vice-presidents*), não existe presunção de que tenham poderes de representação¹⁰⁸².

7.3 DEVERES FIDUCIÁRIOS

Como apontado no início deste capítulo, é economicamente ineficiente tentar determinar detalhadamente *ex ante* tudo que os administradores podem ou não fazer. Por isso, fiar-se em regras precisas é menos desejável do que em padrões abertos¹⁰⁸³. Logo, os deveres fiduciários tornam-se importantes, notadamente para guiarem adequadamente os administradores das *corporations* no exercício do poder discricionário que lhes é atribuído, principalmente para agir e tomar decisões nos melhores interesses da sociedade¹⁰⁸⁴.

No direito societário de Delaware, os deveres fiduciários cumprem duas funções bastante diferentes. Em primeiro lugar, os administradores devem ser absolutamente justos e honestos na busca e na realização de seus interesses pessoais¹⁰⁸⁵. Assim, o dever de lealdade determina ser errado para um administrador

¹⁰⁸¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 103.

¹⁰⁸² BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 103.

¹⁰⁸³ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 630-631.

¹⁰⁸⁴ ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020. GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 619.

¹⁰⁸⁵ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 259.

injusta e deslealmente competir com a sociedade ou desviar ativos ou oportunidades empresariais para benefício próprio ou de terceiros¹⁰⁸⁶. Em segundo lugar, o dever de diligência tenta evitar que o administrador execute suas funções com desleixo e descaso em relação à sociedade¹⁰⁸⁷.

Em relação aos membros do *board of directors*, não se discute e não há dúvida acerca da existência de deveres fiduciários – de diligência e de lealdade - a nortear suas condutas¹⁰⁸⁸. Já em relação aos *officers*, deu-se pouca atenção ao assunto e o debate demorou um pouco mais para se pacificar¹⁰⁸⁹. De fato, como apontam A. Gilchrist Sparks, III e Lawrence A. Hamermesh, tal demora seria surpreendente, levando-se em conta que tais *officers* assumem posições diretivas de enorme importância em sociedades de grande porte e relevância¹⁰⁹⁰. A atenção reduzidamente dispendida com a análise acerca dos deveres fiduciários dos *officers* decorre, em boa parte, da falta de clareza do próprio direito positivado de Delaware, que não trata especificamente do assunto. Note-se que, ao mesmo tempo, não há qualquer regra positivada no referido estado que indique que os *officers* não possuam deveres fiduciários em relação à companhia nos mesmos moldes dos membros do *board of directors*. Aliás, se os *officers* atuam por meio de delegação de poderes, nada

¹⁰⁸⁶ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 259. Como se verá mais adiante, na jurisprudência de Delaware firmou-se entendimento que a boa-fé integra o dever de lealdade.

¹⁰⁸⁷ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 259-260.

¹⁰⁸⁸ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 3-1 e 3-2. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 1. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 107. O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 259. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7; 3.26.

¹⁰⁸⁹ MCCARTHY, Kevin. **Corporate officer liability and the applicable standard of review under delaware law and agency law**. [S.l.]: [s.n.], 2017, p. 1. Disponível em: <https://digitalcommons.law.msu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1274&context=king>. Acesso em: 23 fev. 2021. SHANER, Megan W. The (un)enforcement of corporate officer's duties. **UC Davies Law Review**, v. 48, n. 1, nov. 2014, p. 276.

¹⁰⁹⁰ SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, p. 215.

mais natural que o exercício de suas atividades dê-se em moldes – ao menos no que diz respeito os deveres fiduciários – similares aos dos *directors*¹⁰⁹¹⁻¹⁰⁹².

Como apontam Lyman P. Q. Johnson e David K. Millon e Randy J. Holland, a falta de direcionamento por parte dos legisladores não impediu que a jurisprudência pacificasse a discussão¹⁰⁹³. Com efeito, demonstram os referidos autores que, já em 1939, no caso *Guth v. Loft Inc.*¹⁰⁹⁴, a *Court of Chancery* do estado de Delaware decidiu que os deveres fiduciários aplicáveis aos *directors* também devem ser plenamente observados pelos *officers*, notadamente o de lealdade¹⁰⁹⁵. Os referidos autores citam, ainda, os precedentes *Lynch v. Vickers Energy Corp.*¹⁰⁹⁶, de 1981, e *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, de 2004¹⁰⁹⁷, que confirmam a regra pretoriana que determina que

¹⁰⁹¹ SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, p. 217.

¹⁰⁹² Note-se, contudo, que a *Model Business Corporation Act* (que não tem força de lei por ser mero texto-modelo que serve como inspiração legislativa para diversos estados americanos) designa que os *officers* têm deveres fiduciários - de diligência e de lealdade – muito similares aos dos membros do *board of directors*. De fato, a seção 8.42(a) do *Model Business Corporation Act* tem a seguinte redação: “§ 8.42 Standards of Conduct for Officers (a) An officer, when performing in such capacity, has the duty to act: (1) in good faith; (2) with the care that a person in a like position would reasonably exercise under similar circumstances; and (3) in a manner the officer reasonably believes to be in the best interests of the corporation”.

¹⁰⁹³ JOHNSON, Lyman P. Q.; MILLON, David K. Recalling why corporate officers are fiduciaries. **William & Mary Law Review**, v. 46, n. 5, 2005, pp. 1600-1601. HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, p. 683.

¹⁰⁹⁴ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939). No item 5.3.2.2.8 acima, estudou-se o caso *Loft v. Guth*, julgado em primeira instância pela *Court of Chancery*, em 1938.

¹⁰⁹⁵ Na referida decisão, a *Court of Chancery* assim decidiu: “[c]orporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests. While technically not trustees, they stand in a fiduciary relation to the corporation and its stockholders. A public policy, existing through the years, and derived from a profound knowledge of human characteristics and motives, has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance of his duty, not only affirmatively to protect the interests of the corporation committed to his charge, but also to refrain from doing anything that would work injury to the corporation, or to deprive it of profit or advantage which his skill and ability might properly bring to it, or to enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest. The occasions for the determination of honesty, good faith and loyal conduct are many and varied, and no hard and fast rule can be formulated. The standard of loyalty is measured by no fixed scale”. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 49.

¹⁰⁹⁶ *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A.2d 497, 502-03 (Del. 1981).

¹⁰⁹⁷ *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, C.A. No. 15452,2004 WL 2050138 (Del. Ch. Sept. 10, 2004).

tanto *directors* quanto *officers* equiparam-se em relação aos deveres fiduciários de diligência e de lealdade¹⁰⁹⁸.

É importante ressaltar que o trabalho desenvolvido pelos *officers* na administração da companhia é diário, enquanto o dos *directors* é esporádico, e tal fato torna ainda mais importante que aqueles também tenham deveres fiduciários – de diligência e de lealdade – a serem observados¹⁰⁹⁹. Afinal de contas, os deveres fiduciários são possivelmente o principal mecanismo jurídico disponível para impor restrições aos amplos poderes gerenciais dados aos *officers*¹¹⁰⁰.

Um último ponto deve aqui ser mencionado antes de se passar à análise dos deveres fiduciários propriamente ditos: a jurisprudência do estado de Delaware entende que os acionistas controladores também possuem dever fiduciário – especificamente, o de lealdade – em relação aos minoritários e à própria sociedade¹¹⁰¹. Em geral, afirma Stephen A. Radin, com base no caso *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*¹¹⁰², os acionistas controladores possuem poderes suficientes para (i) eleger *directors*, (ii) determinar a dissolução da sociedade; (iii) aprovar operação de incorporação que envolva a sociedade; (iv) determinar o resgate ou aquisição de ações, principalmente em companhias abertas; (v) determinar a reforma do *certificate of incorporation*; (vi) determinar a venda de todos (ou substancialmente todos) os ativos da companhia; e (vii) determinar alteração substancial da natureza da companhia e das características das participações

¹⁰⁹⁸ JOHNSON, Lyman P. Q.; MILLON, David K. Recalling why corporate officers are fiduciaries. **William & Mary Law Review**, v. 46, n. 5, 2005, p. 1600. William E. Knepper *et al* confirmam a pacificação do assunto na jurisprudência de Delaware por meio dos seguintes arestos: *Brehin V. Eisner*, 906 A.2d 27 (Del. 2006); *Ryan v. Gifford*, 935 A.2d 258 (Del. Ch. 2007); *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009). KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018.

¹⁰⁹⁹ SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992, p. 217.

¹¹⁰⁰ SHANER, Megan W. The (un)enforcement of corporate officer's duties. **UC Davies Law Review**, v. 48, n. 1, nov. 2014, p. 278.

¹¹⁰¹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 1123-1124. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-50.

¹¹⁰² *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

societárias¹¹⁰³. Tais poderes, contudo, somente podem ser exercidos pelos controladores desde que não sejam usurpadas atribuições do *board of directors*¹¹⁰⁴. Ademais, se os minoritários não possuírem direito de vetar decisões que caberiam precipuamente ao *board of directors*, os controladores também não poderão fazê-lo¹¹⁰⁵. Por fim, o que se pretende com imposição de dever de lealdade ao acionista controlador, ensina Stephen A. Radin, é evitar (i) que tal sócio obtenha para si benefícios não disponíveis aos demais, e (ii) que exerça seus direitos de maneira abusiva¹¹⁰⁶. Não obstante a imposição do dever de lealdade, aos controladores é permitido votar e agir de acordo com os seus interesses econômicos, desde que obtenham vantagens ou benefícios que sejam legítimos e legais *prima facie*¹¹⁰⁷.

Como se nota, os deveres fiduciários importantes para o debate acerca da *business judgment rule* no direito societário de Delaware são o de lealdade¹¹⁰⁸ e o de diligência¹¹⁰⁹, a seguir estudados.

7.4 O DEVER DE LEALDADE

¹¹⁰³ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 1122.

¹¹⁰⁴ *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004), p. 387.

¹¹⁰⁵ *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004), p. 387.

¹¹⁰⁶ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 1124-1125.

¹¹⁰⁷ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 1125.

¹¹⁰⁸ Como se verá mais adiante, existe debate acerca de o dever de boa-fé ser um dever fiduciário independente ou integrar o de lealdade. Na jurisprudência de Delaware, consolidou-se o entendimento que a boa-fé integra o dever de lealdade, o que será demonstrado adiante.

¹¹⁰⁹ HILL, Claire A; MCDONNELL, Brett H. *Stone v. Ritter and the expanding duty of loyalty*. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007, p. 1771.

Conforme explicam William E. Knepper *et al*, a lealdade dos administradores em relação à sociedade deve ser absoluta¹¹¹⁰. Para que a decisão administrativa seja protegida pela *business judgment rule*, o administrador deverá ter observado o dever de lealdade¹¹¹¹. Em decorrência da fé que lhes é consignada, os administradores devem, a qualquer tempo, deixar de agir de maneira que coloque em risco – bem como ativamente defender e proteger - a confiança que recebem para exercitar seus cargos¹¹¹². Assim, *directors* e *officers* devem sempre agir – e demonstrar que o fizeram – de boa-fé e escrupulosamente em relação à sociedade que administram¹¹¹³. Os administradores não poderão, em nenhuma circunstância, se aproveitar da confiança que lhes foi depositada e da posição que detêm com vistas a atingir interesses próprios¹¹¹⁴. Em situações em que possam ter ou receber benefício pessoal em detrimento da sociedade ou de seus acionistas, os administradores deverão demonstrar que agiram de maneira adequada em termos econômicos justos para a companhia¹¹¹⁵. Para tanto, os administradores deverão empreender esforços

¹¹¹⁰ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7.

¹¹¹¹ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7.

¹¹¹² KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-16.8.

¹¹¹³ EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham Law Review**, v. 62, n. 3, 1993, pp. 437-438. KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹¹¹⁴ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510. Neste caso, a Delaware Supreme Court assim decidiu: “[c]orporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests.... A public policy, existing through the years, and derived from a profound knowledge of human characteristics and motives, has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance of his duty, not only affirmatively to protect the interests of the corporation committed to his charge, but also to refrain from doing anything that would work injury to the corporation, or to deprive it of profit or advantage which his skill and ability might properly bring to it, or to enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there be no conflict between duty and self-interest”. Em *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 361, a Delaware Supreme Court decidiu que “[e]ssentially, the duty of loyalty mandates that the best interest of the corporation and its shareholders takes precedence over any interest possessed by a director, officer, or controlling shareholder and not shared by the stockholders generally”.

¹¹¹⁵ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

razoáveis para que a sociedade não se prive de qualquer vantagem a que tenha direito¹¹¹⁶. Tudo isso faz parte do dever de lealdade que os administradores possuem em relação à companhia.

Assim, os administradores devem sempre proteger os interesses da sociedade e deixar de fazer qualquer coisa que possa prejudicá-la¹¹¹⁷. Como consequência, não podem privar a companhia de ganho ou vantagem que suas habilidades possam trazer ou permitir de maneira razoável¹¹¹⁸. Por isso, complementam William E. Knepper *et al*, o dever de lealdade demanda dos administradores fidelidade integral e altruísta em relação à companhia¹¹¹⁹.

Os administradores muito comumente participam de negócios jurídicos que também envolvem a companhia que administram¹¹²⁰. Assim, podem celebrar contratos relacionados à remuneração que receberão em decorrência do exercício de suas funções; podem, ainda, vender ativos (imóveis, veículos etc.) para a sociedade, ou dela adquirir tais bens¹¹²¹. Em tais casos, considerar-se-á existir conflito de interesses entre os administradores e a companhia, pois, de um lado, tentarão o melhor negócio possível para si e, de outro lado, estão sob a obrigação de serem leais e buscar maximizar o patrimônio social e o bem-estar financeiro dos acionistas¹¹²². Note-se que, como ensina Stephen M. Bainbridge, o conflito de interesses pode adotar duas formas genéricas e distintas: de um lado, podem estar em conflito direto, que ocorre em situações em que negociam diretamente com a companhia; de outro, de

¹¹¹⁶ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹¹¹⁷ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2.

¹¹¹⁸ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2.

¹¹¹⁹ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2.

¹¹²⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

¹¹²¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

¹¹²² BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

caráter indireto, aparecerá parte interposta (pessoa física ou jurídica) em que o administrador também tem interesse pessoal¹¹²³.

Em casos mais antigos, como em *Cuthbert v. McNeill*¹¹²⁴, de lavra da *Court of Chancery* do estado de Nova Jersey, todos os negócios jurídicos maculados pelo conflito de interesses seriam passíveis de serem declarados nulos¹¹²⁵, mas o *common law* evoluiu e mudou. Como ensina Stephen M. Bainbridge, a proibição pura e simples de celebração de negócios jurídicos marcados pelo conflito de interesses representa interferência indevida e desnecessária, que deixa de dar espaço à autonomia das partes e à liberdade contratual, que são valores importantes por si só e que conduzem à eficiência econômica¹¹²⁶. Ademais, completa o referido autor, muitos negócios jurídicos celebrados entre sociedade e administrador demonstram-se benéficos para ambos os lados¹¹²⁷.

Segundo Randy J. Holland, a origem do dever de lealdade como um conceito do direito de Delaware pode ser inicialmente encontrado no caso *Guth v. Loft Inc.*¹¹²⁸⁻¹¹²⁹, anteriormente citado. Este caso, além de determinar que os deveres fiduciários aplicáveis aos *directors* também devem ser plenamente observados pelos *officers*, estabelece, ainda, que tais administradores não podem utilizar suas posições de confiança e seus poderes para promover seus próprios interesses¹¹³⁰.

¹¹²³ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

¹¹²⁴ *Cuthbert v. McNeil*, 142 A. 819 (N.J.Ch.1928).

¹¹²⁵ Segundo decidiu a Court of Chancery do estado de Nova Jersey, “[a] director cannot deal contractually with the corporation which he represents regardless of his good faith, and his contracts with the corporation are voidable at the latter’s instance”. *Cuthbert v. McNeil*, 142 A. 819 (N.J.Ch.1928), p. 200.

¹¹²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015 p. 159.

¹¹²⁷ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 159.

¹¹²⁸ HOLLAND, Randy J. Delaware director’s fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009.

¹¹²⁹ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

¹¹³⁰ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

Tal proibição foi mais bem explicada e elaborada com o passar do tempo. Assim, ensina Randy J. Holland, a *Delaware Supreme Court*, no caso *Aronson v. Lewis*¹¹³¹, decidiu que os administradores não podem ficar “dos dois lados” de uma operação ou mesmo extrair qualquer benefício financeiro pessoal ao agir em *self-dealing*¹¹³². Como se verá mais adiante e detalhadamente, caso o *director* tenha interesse pessoal em determinada operação e não se constate a aprovação por maioria de *directors* que sejam pessoalmente desinteressados no negócio, o administrador conflitado não estará protegido pela *business judgment rule*¹¹³³. Da mesma forma, a *business judgment rule* não impede que o Poder Judiciário revise e interfira negócios jurídicos maculados por *self-dealing*¹¹³⁴.

Note-se que não existe uma linha divisória muito clara, e uma decisão administrativa pode muito bem encontrar-se em uma “zona cinzenta” no que diz respeito à observância do dever de lealdade. No caso *Guth v. Loft Inc.*¹¹³⁵, e novamente no caso *Singer v. Magnavox Co.*¹¹³⁶, por exemplo, a *Delaware Supreme Court* afirma que não existe regra direta ou escala fixa para se determinar se o administrador agiu lealmente e de boa-fé¹¹³⁷. Já no caso *In re Walt Disney Co.*¹¹³⁸, a *Court of Chancery* de Delaware deixa claro que estar dos dois lados das negociações

¹¹³¹ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812.

¹¹³² HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, p. 683.

¹¹³³ HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, pp. 683-684.

¹¹³⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 157.

¹¹³⁵ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹¹³⁶ *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977), p. 977.

¹¹³⁷ No caso *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510, a Delaware Supreme Court afirmou que “[t]he occasions for the determination of honesty, good faith and loyal conduct are many and varied, and no hard and fast rule can be formulated. The standard of loyalty is measured by no fixed scale”. Tal regra foi afirmada pelo referido tribunal no caso *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977), p. 977.

¹¹³⁸ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A2d 693 (Del. Ch. 2005), p. 751.

ou receber algum tipo de benefício pessoal representa descumprimento do dever de lealdade¹¹³⁹.

Ralph C. Ferrara *et al*, de maneira didática, explicam que o dever de lealdade tem dois lados distintos para ser plenamente observado: em primeiro lugar, o administrador deve estar desprovido de interesse pessoal; em segundo o lugar, o administrador deve ser capaz de exercitar julgamento independente em relação à decisão a ser tomada, sem influências ou controle de terceiros¹¹⁴⁰.

7.4.1 Decisão desprovida de interesse pessoal

Para que uma decisão empresarial esteja desprovida de interesse pessoal, o administrador deverá estar em posição adequada para poder agir imparcialmente; logo, não poderá estar em ambos os lados de um negócio jurídico e deverá manter distanciamento adequado, permanecendo livre para tomar a decisão nos melhores interesses da sociedade¹¹⁴¹. Ademais, se, por acaso, um *director* receber um benefício pessoal substancial, interpretar-se-á que tal administrador não esteja em posição adequada para tomar decisão sem interesse pessoal¹¹⁴².

¹¹³⁹ A Court of Chancery de Delaware assim decidiu no referido caso: “[m]ore recently, the Delaware Supreme Court stated that there is no safe-harbor for divided loyalties in Delaware, and that the duty of loyalty, in essence, ‘mandates that the best interest of the corporation and its shareholders take precedence over any interest possessed by a director, officer or controlling shareholder and not shared by the stockholders generally’. The classic example that implicates the duty of loyalty is when a fiduciary either appears on both sides of a transaction or receives a personal benefit not shared by all shareholders”.

¹¹⁴⁰ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.8.

¹¹⁴¹ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-17.

¹¹⁴² FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-17. No caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 362. A Delaware Supreme Court decidiu que “[w]e have generally defined a director as being independent only when the director’s decision is based entirely on the corporate merits of the transaction

É importante ressaltar que não caberá ao administrador demonstrar que agiu de forma desinteressada. Com efeito, haverá *presunção* neste sentido, protegida pela *business judgment rule*, restando ao autor do processo (que acusa o administrador de ter descumprido o dever de lealdade), caso seja de seu interesse, tentar derrubar a suposição protetiva¹¹⁴³. Para afastar a presunção, o autor do processo deverá trazer claras alegações que o administrador tem interesse pessoal, normalmente de caráter financeiro, ou que tomou a decisão empresarial em posição de *self-dealing* (ou seja, como contraparte direta ou indireta no negócio jurídico)¹¹⁴⁴. Note-se que, mesmo assim, um eventual interesse pessoal de caráter financeiro precisa ser “relevante”¹¹⁴⁵ em relação à decisão tomada pelos administradores¹¹⁴⁶.

Ralph C. Ferrara *et al* citam dois exemplos emanados da jurisprudência de Delaware que, a princípio, poderiam indicar irremediável conflito de interesses, considerando-se descumprimento do dever de lealdade, mas que não são tidos como problemáticos pela simples ausência de relevância¹¹⁴⁷. O primeiro é o visto no caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹¹⁴⁸, em que, não obstante a maioria dos membros do *board of directors* ser também composta por acionistas da companhia (o que lhes colocaria em posição de potencial ganho pessoal), tais administradores, ausentes outros problemas, não deveriam ser vistos como partes possuidoras de interesse pessoal na implementação de técnica de defesa contra aquisição hostil de

and is not influenced by personal or extraneous considerations. [...] By contrast, a director who receives a substantial benefit from supporting a transaction cannot be objectively viewed as disinterested or independent”.

¹¹⁴³ No caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), a *Delaware Supreme Court* decidiu que “[a]bsent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption”.

¹¹⁴⁴ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-17.

¹¹⁴⁵ A expressão utilizada na jurisprudência de Delaware é “*material*”.

¹¹⁴⁶ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 360.

¹¹⁴⁷ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-17.

¹¹⁴⁸ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 958.

controle acionário¹¹⁴⁹. O segundo exemplo relaciona-se à remuneração recebida pelos *directors* pelo exercício de seus cargos¹¹⁵⁰, principalmente por deterem assentos concomitantes em *boards* de companhias não totalmente independentes (em que a mesma pessoa seja *director* em uma sociedade controladora e outra controlada, como visto no aresto *Weinberger v. UOP, Inc.*¹¹⁵¹, ou quando se constatar a existência de *interlocking directorships*, como se observou em *Heineman v. Datapoint Corp.*¹¹⁵²).

Mas, como também ensinam Ralph C. Ferrara *et al*, há situações que serão sempre consideradas problemáticas e violações claras do dever de lealdade¹¹⁵³. Uma delas é usurpação de oportunidade para obtenção de ganho pessoal¹¹⁵⁴. Como exemplo, os referidos autores citam o aresto *Heineman v. Datapoint Corp.*¹¹⁵⁵, mencionado no parágrafo anterior. De um total de oito assentos disponíveis, Asher B. Edelman, maior acionista da Datapoint Corp., elegeu cinco *directors* da companhia (sendo que ele mesmo assumiu a posição de presidente do *board of directors*)¹¹⁵⁶. A ação, proposta em nome da companhia por Stanley Heineman (um acionista) contra todos os membros do *board of directors*, teve como base o descumprimento, pelos referidos administradores, do dever de lealdade decorrente da usurpação de

¹¹⁴⁹ Neste caso, a *Delaware Supreme Court* afirmou que “[n]or does this become an ‘interested’ director transaction merely because certain board members are large stockholders. As this Court has previously noted, that fact alone does not create a disqualifying ‘personal pecuniary interest’ to defeat the operation of the business judgment rule”. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 958.

¹¹⁵⁰ *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180, p. 188. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* afirmou que “[i]n order to satisfy Aronson’s first prong involving director disinterest [...], plaintiffs must plead particularized facts demonstrating either a financial interest or entrenchment on the part of the GM directors. Plaintiffs plead no facts demonstrating a financial interest on the part of GM’s directors. The only averment permitting such an inference is the allegation that all GM’s directors are paid for their services as directors. However, such allegations, without more, do not establish any financial interest”.

¹¹⁵¹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 703.

¹¹⁵² *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

¹¹⁵³ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-18.

¹¹⁵⁴ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-18.

¹¹⁵⁵ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

¹¹⁵⁶ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), p. 951.

oportunidade negocial e *self-dealing* em quatro oportunidades distintas¹¹⁵⁷. Segundo Stanley Heineman, em uma dessas oportunidades, o *board of directors* aprovou investimentos de mais de US\$ 20 milhões da Datapoint Corp. em uma sociedade a ser formada com a Arbitrage Securities Company, controlada por Asher B. Edelman¹¹⁵⁸. O dinheiro investido pela Datapoint Corp. seria alocado em outras sociedades controladas ou com participações societárias de Asher B. Edelman e outros *board members* (corréus), a critério exclusivo da Arbitrage Securities Company¹¹⁵⁹. Os resultados a serem apurados seriam alocados da seguinte maneira: (i) dos lucros, 75% iriam para a Datapoint Corp., e 25% para a Arbitrage Securities Corp.; (ii) as perdas seriam 100% suportadas pela Datapoint Corp.¹¹⁶⁰. Segundo decidiu a *Delaware Supreme Court*, tal alocação de resultados representaria desvio de bens societários para os bolsos dos *directors* em detrimento dos acionistas da companhia, o que seria claramente proibido pela lei societária do referido estado¹¹⁶¹.

Uma outra situação trazida por Ralph C. Ferrara *et al* e que pode representar descumprimento do dever de lealdade, por não agirem de maneira desprovida de interesse pessoal, é aquela em que os *directors* tentam evitar a troca de controle societário para que não percam seus cargos de administrador, por meio do *entrenchment* (entrincheiramento)¹¹⁶². Em casos de tentativa de aquisição hostil de controle de companhias abertas, tornou-se muito comum se questionar a legalidade do comportamento e das medidas defensivas adotadas pelos *directors*, que

¹¹⁵⁷ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), p. 951.

¹¹⁵⁸ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), pp. 953-954.

¹¹⁵⁹ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), pp. 953-954.

¹¹⁶⁰ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), pp. 953-954.

¹¹⁶¹ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), pp. 953-954. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]hese allegations paint a picture of directors funneling corporate assets to their private use, a practice at clear variance with the directors’ fiduciary obligation. [...] The claims of director self-dealing supported by particularized facts raise a reasonable doubt as to director disinterest to the extent that the challenged transaction may result in a benefit to the affected directors ‘which is not equally shared by the stockholders’.”

¹¹⁶² FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation**: besieging the board. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3.20; 3.22.

normalmente são protegidos pela *business judgment rule*¹¹⁶³. Os *directors* possuem poderes amplos, mas se se constatar que buscaram, de maneira interessada, tirar proveito próprio, descumprindo o dever lealdade por não agirem nos melhores interesses da sociedade ao legitimamente defendê-la de tentativa de aquisição hostil de controle, não haverá aplicação imediata da *business judgment rule*¹¹⁶⁴. Como resultado, caberá, assim, aos referidos administradores provar que agiram de maneira justa, com *entire fairness*¹¹⁶⁵. Note-se que, para que se caracterize o descumprimento do dever de lealdade, fatos concretos deverão ser apresentados, como decidido no caso *Grobrow v. Perot*¹¹⁶⁶, não bastando meras alegações circunstanciais por parte dos autores da ação de que os *directors* tentaram o entrincheiramento¹¹⁶⁷.

7.4.2 Julgamento independente

Como visto acima, a verificação do correto cumprimento do dever de lealdade depende de dupla observância. No item anterior, estudou-se que o administrador deve estar desprovido de interesse pessoal. Agora, estudar-se-á que o administrador deve ser capaz de exercitar julgamento independente, sem influências ou controle de terceiros¹¹⁶⁸. Aqui, da mesma maneira, não caberá ao administrador demonstrar que formou sua opinião de maneira independente, pois a *business judgment rule* cria tal

¹¹⁶³ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-20; 3.22.

¹¹⁶⁴ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-20; 3.22.

¹¹⁶⁵ LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-6. FLEISCHER JR., Arthur; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. Ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-17 e 3-18.

¹¹⁶⁶ *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

¹¹⁶⁷ *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988), p. 188.

¹¹⁶⁸ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. Ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.8.

presunção¹¹⁶⁹. Se a intenção é que os *directors* percam a proteção dada pela *business judgment rule* pela falta de independência nas decisões tomadas, quando uma ação é proposta contra tais administradores na tentativa de anular deliberação ou responsabilizá-los pessoalmente, os autores deverão sempre alegar que a maioria dos *board members*, no processo de tomada de decisão, estava dominada ou, de outra maneira, controlada ou influenciada por alguém que tenha interesse pessoal no negócio jurídico entabulado¹¹⁷⁰.

Assim, por exemplo, o fato de um acionista relevante eleger ou de o *chief executive officer* indicar membros para o conselho de administração, por si só não será tido como suficiente para afastar a presunção de independência e a proteção trazida pela *business judgment rule*, cabendo aos autores da ação trazer ao processo elementos e fatos precisos e específicos ao alegar que a maioria dos *directors* não deliberou de forma autônoma e correta¹¹⁷¹. O caso *Heineman v. Datapoint Corp.* ilustra isso muito bem, pois exige ser necessário haver nexos entre eventuais alegações de dominação (ou de ausência de independência) e eventuais benefícios obtidos por quem exerce influência ou domínio¹¹⁷².

Para que se estabeleça claramente a ausência de julgamento independente, todo um conjunto de fatores deverão ser considerados, não meros aspectos isolados¹¹⁷³. Assim, conforme decidido no caso *In re NVF Co. Litigation*¹¹⁷⁴, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que, em relação ao *board of directors* da NVF Co.,

¹¹⁶⁹ No caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), a *Delaware Supreme Court* decidiu que “[a]bsent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption”.

¹¹⁷⁰ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. Ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-24 e 3.25.

¹¹⁷¹ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. Ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3.25.

¹¹⁷² *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), p. 955. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[w]e recognize that an allegation that directors are dominated and controlled, standing alone, does not meet the demand of the futility standard. [...] There must be some alleged nexus between the domination and the resulting personal benefit to the controlling party”.

¹¹⁷³ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. Ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3.25.

¹¹⁷⁴ *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989).

composto por dez profissionais, haveria dúvida acerca da independência de seus membros pelos seguintes motivos: (i) quatro *directors* eram parentes do *chief executive officer* da companhia; (ii) a maioria dos *directors* foi indicada pelo *chief executive officer* da companhia, sendo que todos também detinham posições de administradores (como *directors* ou *officers*) em outras sociedades controladas pelo próprio *chief executive officer*¹¹⁷⁵. Além disso, alegaram os autores da ação, a remuneração de vários dos *directors* era substancial, em decorrência das inúmeras posições que detinham nas empresas controladas ou administradas pelo *chief executive officer* da NVF Co.¹¹⁷⁶. Em decorrência disso, a *Court of Chancery* decidiu que todos os fatores devem ser levados conjuntamente em consideração¹¹⁷⁷.

Por fim, é importante ressaltar que a independência dos *directors* não pode ser atingida por coação. De fato, conforme decidido pela *Delaware Supreme Court*, a aplicação da *business judgment rule* depende, dentre outras coisas, de que a decisão dos *directors* seja “*uncoerced*”, conforme decidido no caso *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*¹¹⁷⁸.

7.4.3 A boa-fé como elemento integrante do dever de lealdade

¹¹⁷⁵ *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989), pp. 368-369.

¹¹⁷⁶ *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989), pp. 369-370.

¹¹⁷⁷ *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989), pp. 374. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[s]tanding alone these factors might not be sufficient to demonstrate director interestedness, but in the circumstances here, in my view, they must be considered together”. E a Court of Chancery aduz, ainda, que “[a]ccepting as true plaintiffs’ allegation that Posner selected and controlled the positions of the eight inside directors, five of whom attended the meeting, a reasonable doubt exists as to the directors’ disinterestedness in a transaction directly benefiting Posner. While this is not to say necessarily that Posner controls and dominates the board, it is to say that a reasonable doubt exists whether the board’s interest is divided between the interest of the corporation and that of Posner”.

¹¹⁷⁸ *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015), p. 306. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]he Court of Chancery correctly held that the fully informed, uncoerced vote of the disinterested stockholders invoked the business judgment rule standard of review”.

É princípio bem estabelecido e arraigado no direito societário de Delaware que *officers* e *directors* devem sempre agir com máxima boa-fé¹¹⁷⁹. Assim, somente os administradores que agirem de boa-fé (i) poderão ser indenizados pela sociedade¹¹⁸⁰, e (ii) estarão protegidos contra ações movidas por acionistas¹¹⁸¹. Ademais, em negócios jurídicos realizados entre partes relacionadas, a proteção trazida pela *business judgment rule* somente vai prevalecer se for aprovada por *directors* ou acionistas pessoalmente desinteressados e agindo de boa-fé¹¹⁸².

¹¹⁷⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. Ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 178.

¹¹⁸⁰ Nos termos da seção 145 (a) e (b), da *Delaware General Corporation Law*, “(a) A corporation shall have power to indemnify any person who was or is a party or is threatened to be made a party to any threatened, pending or completed action, suit or proceeding, whether civil, criminal, administrative or investigative (other than an action by or in the right of the corporation) by reason of the fact that the person is or was a director, officer, employee or agent of the corporation, or is or was serving at the request of the corporation as a director, officer, employee or agent of another corporation, partnership, joint venture, trust or other enterprise, against expenses (including attorneys’ fees), judgments, fines and amounts paid in settlement actually and reasonably incurred by the person in connection with such action, suit or proceeding if the person **acted in good faith** and in a manner the person reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation, and, with respect to any criminal action or proceeding, had no reasonable cause to believe the person’s conduct was unlawful. The termination of any action, suit or proceeding by judgment, order, settlement, conviction, or upon a plea of nolo contendere or its equivalent, **shall not, of itself, create a presumption that the person did not act in good faith** and in a manner which the person reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation, and, with respect to any criminal action or proceeding, had reasonable cause to believe that the person’s conduct was unlawful. (b) A corporation shall have power to indemnify any person who was or is a party or is threatened to be made a party to any threatened, pending or completed action or suit by or in the right of the corporation to procure a judgment in its favor by reason of the fact that the person is or was a director, officer, employee or agent of the corporation, or is or was serving at the request of the corporation as a director, officer, employee or agent of another corporation, partnership, joint venture, trust or other enterprise against expenses (including attorneys’ fees) actually and reasonably incurred by the person in connection with the defense or settlement of such action or suit if the person **acted in good faith** and in a manner the person reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation and except that no indemnification shall be made in respect of any claim, issue or matter as to which such person shall have been adjudged to be liable to the corporation unless and only to the extent that the Court of Chancery or the court in which such action or suit was brought shall determine upon application that, despite the adjudication of liability but in view of all the circumstances of the case, such person is fairly and reasonably entitled to indemnity for such expenses which the Court of Chancery or such other court shall deem proper”. (grifos não presentes no original.)

¹¹⁸¹ Nos termos da seção 141 (e), da *Delaware General Corporation Law*, “(e) A member of the board of directors, or a member of any committee designated by the board of directors, shall, in the performance of such member’s duties, be fully protected **in relying in good faith** upon the records of the corporation and upon such information, opinions, reports or statements presented to the corporation by any of the corporation’s officers or employees, or committees of the board of directors, or by any other person as to matters the member reasonably believes are within such other person’s professional or expert competence and who has been selected with reasonable care by or on behalf of the corporation”. (grifo não presente no original.)

¹¹⁸² Nos termos da seção 144 (a) (1) e (2), da *Delaware General Corporation Law*, “(a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation

Em geral, a proteção trazida pela *business judgment rule* terá sempre como pano de fundo a ideia que os administradores agem de boa-fé. De fato, a *Delaware Supreme Court*, em 1984, no caso *Aronson v. Lewis*, decidiu que há pressuposição de que os *directors* tomem suas decisões de maneira informada (cumprindo o dever de diligência), acreditando estar agindo nos melhores interesses da sociedade (cumprindo o dever de lealdade) e de boa-fé¹¹⁸³. Assim, tal decisão dá a entender que a boa-fé estaria posicionada separadamente e em pé de igualdade em relação aos deveres de diligência e lealdade.

Alguns anos mais tarde, em 1993, no caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* decidiu que a boa-fé estaria, de fato, posicionada separadamente dos deveres de lealdade e diligência¹¹⁸⁴. O referido tribunal até mesmo afirmou haver uma “tríade” de deveres fiduciários: boa-fé, lealdade e cuidado¹¹⁸⁵. Tal decisão, em tese, teria como efeito tornar um pouco mais fácil afastar-se a proteção dada pela *business judgment rule*, já que os autores do processo

*and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if: (1) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and **the board or committee in good faith authorizes** the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or (2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically **approved in good faith by vote of the stockholders**; or (3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders”.* (grifos não presentes no original.)

¹¹⁸³ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]he *business judgment rule* is an acknowledgment of the managerial prerogatives of Delaware directors under Section 141(a). [...] It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. [...] Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption”.

¹¹⁸⁴ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

¹¹⁸⁵ *Ibid.*, p. 361. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]o rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the **triads of their fiduciary duty — good faith, loyalty or due care**” (grifos não presentes no original). ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005, p. 16. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

poderiam tentar provar o descumprimento de qualquer de *um* dos *três* deveres fiduciários mencionados (ao invés de *um* de *dois*)¹¹⁸⁶. Nos casos *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹¹⁸⁷ e *Malone v. Brincat*¹¹⁸⁸, a *Delaware Supreme Court* repetiu a ideia de que tal “tríade” de deveres fiduciários independentes de fato existiria.

Enquanto os precedentes da *Delaware Supreme Court* pareciam ir no sentido de pacificar a existência de um dever fiduciário de boa-fé independente dos demais, a *Court of Chancery*, de primeira instância, demonstrava sua clara insatisfação com tal ideia¹¹⁸⁹. Por isso, passou a paulatinamente questioná-la. No ano de 1999, no caso *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, a *Court of Chancery* de Delaware declarou expressamente que deixaria para a *Delaware Supreme Court* e para a comunidade acadêmica distinguir os deveres de lealdade e de boa-fé¹¹⁹⁰. Logo a seguir, em 2000, no caso *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, a *Court of Chancery* afirmou que o dever de lealdade abarcaria também o requisito de agir de boa-fé em relação à sociedade e seus acionistas¹¹⁹¹. Ainda no ano de 2000, a *Court of Chancery* adota posição mais firme no caso *Nagy v. Bistricher* ao declarar que não é possível, ao mesmo tempo, ser leal em relação à sociedade e agir de má-fé¹¹⁹².

¹¹⁸⁶ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 361.

¹¹⁸⁷ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1179.

¹¹⁸⁸ *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998), p. 10.

¹¹⁸⁹ ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties.** [S.l.]: [s.n.], 2005, p. 17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

¹¹⁹⁰ *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, 741 A.2d 377 (Del. Ch. 1999), p. 389. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “I leave it to the Supreme Court and to the academic community to distinguish the fiduciary duties of loyalty and ‘good faith’. I think it sufficient for the purposes of this 12(b)(6) motion to limit the discussion to the traditional fiduciary duty of loyalty”.

¹¹⁹¹ *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000), p. 477. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[w]ithin which traditional duty would logically rest the subsidiary requirement to act in good, rather than bad, faith toward the company and its stockholders”.

¹¹⁹² *Nagy v. Bistricher*, 770 A.2d 43, p. 46. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[t]he complaint also refers to the so-called ‘duty of good fait.’ By definition, a director cannot simultaneously act in bad faith and loyally towards the corporation and its stockholders. If it is useful at all as an independent concept, the good faith iterat’on’s utility may rest in its constant reminder (1) that a fiduciary may act disloyally for a variety of reasons other than personal pecuniary interest; and (2) that, regardless of his motive, a director who consciously disregards his duties to the corporation and its stockholders may suffer a personal judgment for monetary damages for any harm he causes”.

O tom das críticas da *Court of Chancery* foi elevado em duas decisões que envolveram as mesmas partes, *Emerald Partners v. Berlin*¹¹⁹³. Com efeito, no primeiro aresto, de 2001, a *Court of Chancery* afirmou que, não obstante haver indubitável obrigação de os *directors* agirem com boa-fé, não existiria, sob o viés doutrinário, um dever de boa-fé segregado do de lealdade¹¹⁹⁴. Na outra decisão, já em 2003, a *Court of Chancery* deu um grande passo e afirmou veementemente que, com base na própria jurisprudência da *Delaware Supreme Court*, haveria reconhecimento claro que a boa-fé é mero componente do dever de lealdade, e não um dever fiduciário por si só, e que a confusão eventualmente existente emana da maneira fragmentada como a lei societária do referido estado é redigida¹¹⁹⁵.

A decisão no caso *Guttman v. Huang*¹¹⁹⁶ possivelmente foi, segundo Filippo Rossi, o ápice da insatisfação da *Court of Chancery* em relação ao posicionamento adotado pela *Delaware Supreme Court* sobre o assunto¹¹⁹⁷. Com efeito, em tal caso, a *Court of Chancery* decidiu que um *director* somente pode agir lealmente em relação

¹¹⁹³ ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005, pp. 19-20. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

¹¹⁹⁴ *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2001 Del Ch. Lexis 20 (2001), p. 87. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[a]lthough corporate directors are unquestionably obligated to act in good faith, doctrinally that obligation does not exist separate and apart from the fiduciary duty of loyalty. Rather, it is a subset or ‘subsidiary requirement’ that is subsumed within the duty of loyalty, as distinguished from being a compartmentally distinct fiduciary duty of equal dignity with the two bedrock fiduciary duties of loyalty and due care. [...] But, because Article Fifteenth and 8 Del. C. § 102(b)(7) appear to depict ‘breach[es] of the director’s duty of loyalty’ and ‘acts or omissions not in good faith’ as separate categories of conduct that are not exculpated, the plaintiffs ‘good faith’ argument is discussed separately from the ‘duty of loyalty’ argument in this Opinion”.

¹¹⁹⁵ *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2003 Del Ch. Lexis 42 (2003), p. 139. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[g]ood faith is a fundamental component of the duty of loyalty, as the Supreme Court recognized in *Technicolor*, 634 A.2d 368, n. 6 (citing *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989)). Confusion about the relationship between the fiduciary duty of loyalty and its good faith component is attributable in part (in my view and the view of other members of this Court) to the way that Section 102(b)(7) is drafted. The structure of Section 102(b)(7) balkanizes the fiduciary duty of loyalty into various fragments, thereby creating unnecessary conceptual confusion. For example, subsection (i) of Section 102(b)(7) excludes conduct violative of the “duty of loyalty” from exculpatory protection, but then goes on, in other subsections, to carve out conduct that amounts to different examples of quintessentially disloyal conduct. One such example of disloyal conduct is unfair self-dealing, which subsection (iv) describes as a director’s receipt of ‘an improper personal benefit’ from a transaction. 8 Del. C. 102(b)(7)(iv)”.

¹¹⁹⁶ *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003).

¹¹⁹⁷ ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005, pp. 20-21. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

à sociedade se também o fizer de maneira a acreditar - boa-fé - que agiu nos melhores interesses da companhia¹¹⁹⁸.

Ao que tudo indica, a *Delaware Supreme Court* rapidamente aceitou as sugestões da *Court of Chancery* e adotou interpretação similar. De fato, no caso *Stone v. Ritter*¹¹⁹⁹, a *Delaware Supreme Court* não só aceitou a interpretação dada pela *Court of Chancery*, mas afirmou que a utilização da expressão “triade” para se referir aos deveres fiduciários dos administradores foi algo coloquial¹²⁰⁰. Como consequência, a *Delaware Supreme Court* decide que a boa-fé não é um dever fiduciário independente, mas que faz parte do de lealdade¹²⁰¹.

¹¹⁹⁸ *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003), p. 506. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[a] director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporat'on's best interest. For this reason, the same case that invented the so-called 'triad' of fiduciary duty, see *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del.1993) [...], also defined good faith as loyalty”. A Court of Chancery afirma, ainda, que “[i]t does no service to our 'aw's clarity to continue to separate the duty of loyalty from its own essence; nor does the recognition that good faith is essential to loyalty demean or subordinate that essential requirement. There might be situations when a director acts in subjective good faith and is yet not loyal (e.g., if the director is interested in a transaction subject to the entire fairness standard and cannot prove financial fairness), but there is no case in which a director can act in subjective bad faith towards the corporation and act loyally. The reason for the disloyalty (the faithlessness) is irrelevant, the underlying motive (be it venal, familial, collegial, or nihilistic) for conscious action not in the corporat'on's best interest does not make it faithful, as opposed to faithless”. Por fim, a Court of Chancery critica e faz sugestões ao legislador delawariano: “[t]he General Assembly could contribute usefully to ending the balkanization of the duty of loyalty by rewriting § 102(b)(7) to make clear that its subparts all illustrate conduct that is disloyal. For example, one cannot act loyally as a corporate director by causing the corporation to violate the positive laws it is obliged to obey. See 8 Del. C. § 102(b)(7)(ii). Many recent events have only emphasized the importance of that obvious component of the duty of loyalty. But it would add no substance to our law to iterate a 'quarte' of fiduciary duties, expanded to include the duty of 'legal fidelity,' because that requirement is already a subsidiary element of the fundamental duty of loyalty. The so-called expanded 'triad' created by *Cede II*, I respectfully submit, is of no greater utility”.

¹¹⁹⁹ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

¹²⁰⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 179. HILL, Claire A; MCDONNELL, Brett H. *Stone v. Ritter and the expanding duty of loyalty*. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007, p. 1778.

¹²⁰¹ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006), p. 370. A Court of Chancery de Delaware afirmou que “[t]he failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith ‘is a subsidiary element[,]’ i.e., a condition, ‘of the fundamental duty of loyalty.’ It follows that because a showing of bad faith conduct, in the sense described in *Disney and Caremark*, is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty. This view of a failure to act in good faith results in two additional doctrinal consequences. First, **although good faith may be described colloquially as part of a ‘triad’ of fiduciary duties that includes the duties of care and loyalty, the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty. Only the latter two duties, where violated, may directly result in liability, whereas a failure to act in good faith may do so, but indirectly**”. (grifos não presentes no original.)

7.4.4 O dever de informar: de elemento integrante do dever de lealdade a um dever fiduciário praticamente independente

Para Stephen A. Radin, o dever de informar é um dever fiduciário que tem como principal objetivo permitir que acionistas que precisem tomar determinadas decisões tenham acesso amplo e irrestrito a todas as informações relevantes para o processo deliberativo¹²⁰².

Inicialmente, tal dever simplesmente exigia que os *directors* que buscassem dos acionistas a ratificação de negócio jurídico que envolvia partes relacionadas (ou seja, em *self-dealing*) teriam de lhes entregar todas as informações relevantes para que o processo decisório se desse de maneira adequada¹²⁰³. Assim, ensinam William E. Knepper *et al*, uma parte importante do dever de lealdade relaciona-se à necessidade de informar, ser transparente e divulgar informações relevantes às partes que deverão deliberar acerca de operação societária, normalmente envolvendo algum tipo de rearranjo que represente ou seja equivalente a troca de controle¹²⁰⁴. Concluem os referidos autores que, caso o dever de informar não seja exercido plenamente, os *directors* poderão ser pessoalmente responsabilizados e a legalidade da operação poderá ser combatida judicialmente¹²⁰⁵.

¹²⁰² RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, p. 1712. Segundo o referido autor, tal dever difere – e comple – a do regime jurídico de divulgação de informações do mercado de capitais previsto em leis federais americanas.

¹²⁰³ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, p. 1712.

¹²⁰⁴ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-10.

¹²⁰⁵ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-10.

Hoje, no entanto, conforme decidiu a *Delaware Supreme Court* no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, o dever de informar deve ser plenamente observado mesmo nas situações em que não exista *self-dealing*¹²⁰⁶. Note-se que, se existir situação de *self-dealing*, o dever de informar será elemento do de lealdade¹²⁰⁷. Se não houver situação de *self-dealing*, o dever de informar será tido como independente¹²⁰⁸. De qualquer maneira, se o dever de informar não for cumprido plenamente, constate-se ou não *self-dealing*, poderá haver responsabilização pessoal dos *directors* e a operação estará sujeita à interferência do Poder Judiciário¹²⁰⁹.

Por fim, é importante ressaltar que a transparência a ser exercida no âmbito do dever de informar deve ser ampla e irrestrita, de maneira a permitir que os acionistas ou *directors* que tenham de tomar decisão o façam de maneira

¹²⁰⁶ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370.

¹²⁰⁷ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), p. 368-370.

¹²⁰⁸ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[a]lthough the impact of shareholder ratification differs between interested majority shareholder and interested director cases, in either case there arises an identical prerequisite to ratification — the duty to disclose. To obtain this Court’s deference to shareholder ratification, directors and majority shareholders alike must show this Court that the shareholders possessed all information germane to the transaction at the time they voted to ratify it. Where a board seeks shareholder action, it is charged with the obligation to provide shareholders with the requisite information. If shareholders’ understandable ignorance persists, it is likely that a disloyal board’s actions could remain hidden from this Court’s scrutiny. Thus, in its earliest form, the duty of disclosure was the simple requirement that a board seeking shareholder ratification of a self-interested transaction provide shareholders all information material to the transaction. **The duty existed and still exists as an essential component of the duty of loyalty in a situation where the board seeks to comply with its fiduciary obligations by obtaining shareholder approval for the board’s otherwise potentially conflicted interests**”. (grifos não presentes no original.)

¹²⁰⁹ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]herefore, our courts have treated **fully informed shareholder ratification** under § 144 (a)(2) as validating the transaction and **removing it from the purview of entire fairness review. The business judgment rule applies to the ratified transaction**, and to rebut its presumption, the plaintiff must allege facts showing that no person of ordinary sound business judgment could view the benefits received as a fair exchange for the consideration paid by the corporation, i.e., the transaction amounts to corporate waste. Therefore, if ratification under § 144 (a)(2) cloaks the board’s decision with the protection of the business judgment rule, the plaintiff must capture in its pleadings the formidable yet elusive elements of an action for corporate waste in order to pierce that shield. Otherwise, the claim must be dismissed. [...] The recognized usefulness of information has pushed disclosure into a far more central role. **The duty of disclosure is now recognized whenever the Board seeks shareholder action, regardless of whether the approval sought is for an act or transaction in which the board itself is conflicted**. Far from being seen as a mere additional burden, corporations may seize **the power of fully informed shareholder approval as a sort of safe harbor**”. (grifos não presentes no original.)

adequada¹²¹⁰. Informações parciais ou incompletas, mesmo que verdadeiras, podem induzir a erro e devem ser evitadas a todo custo¹²¹¹⁻¹²¹². Tal princípio é similar ao que se vê na legislação de mercado de capitais.

Para que se entenda a correta aplicação da *business judgment rule* de acordo com o direito societário de Delaware, é necessário se estudar o outro dever fiduciário correlato, a saber, o de diligência¹²¹³, o que se fará a seguir.

7.5 O DEVER DE DILIGÊNCIA

Já que aos *directors* e os *officers* são conferidos poderes para gerenciar o acervo patrimonial social, também lhes são atribuídas responsabilidade de por ele

¹²¹⁰ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), p. 376.

¹²¹¹ *Ibid.*, p. 376. A Delaware Supreme Court afirmou que “[a] board can breach its duty of disclosure under Delaware law in a number of ways — by making a false statement, by omitting a material fact, **or by making partial disclosure that is materially misleading**. The last of these occurs where a board makes a required or even nonobligatory pronouncement on a subject that is incomplete and by which shareholders are materially misled”. (grifos não presentes no original.)

¹²¹² Note-se, que, conforme decidido pela *Court of Chancery* de Delaware no caso *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), pp. 1127-1128, não é necessário que todas as informações existentes sejam entregues aos acionistas, mas somente as consideradas relevantes. Algo que seja meramente “informativo”, mas sem relevância, não está incluído no dever de informar. Assim, o referido tribunal afirmou que “[w]hen dealing with ratification and disclosure issues, courts inquire as to the type and quality of information in shareholders’ hands prior to the vote. Whether shareholders are ‘fully informed’ turns upon whether directors have complied with their duty [w]hen seeking the affirmative vote of shareholders... to disclose all **material information**.’ The standard of materiality, while analyzed in light of specific allegations brought in each case, is well settled: A ‘fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable stockholder would consider it important in deciding how to vote.’ A faulty disclosure claim must establish ‘a substantial likelihood, that under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable stockholder.’ **To state a cognizable disclosure claim it is insufficient that information might render a communication to shareholders ‘somewhat more informative**. The determination of the materiality of an alleged omission or misstatement ‘requires a careful balancing of the potential benefits of disclosure against the resultant harm’. The theory goes that there is a risk of information overload such that shareholders’ interests are best served by an economy of words rather than an overflow of adjectives and adverbs in solicitation statements”. (grifos não presentes no original.)

¹²¹³ HILL, Claire A; MCDONNELL, Brett H. *Stone v. Ritter and the expanding duty of loyalty*. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007, p. 1771.

zelar¹²¹⁴. Mesmo que de maneira indireta, tais administradores também deverão proteger os interesses financeiros dos acionistas e demais investidores¹²¹⁵. Por isso, tais administradores devem sempre agir diligente e prudentemente ao tomarem decisões no âmbito da sociedade¹²¹⁶. Tal cuidado deve ser exercido mediante razoável obtenção e devida consideração de todas as informações relevantes relacionadas às decisões a serem tomadas¹²¹⁷. Em outras palavras, os administradores somente devem tomar decisões no âmbito societário se estiverem prévia e razoavelmente informados dos aspectos mais importantes¹²¹⁸.

Mensurar o que seria “razoável” não é questão fácil e dependerá de cada caso ou situação. O significado de “razoabilidade” foi inicialmente tratado em 1963 pela *Delaware Supreme Court*, no caso *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, quando se decidiu que os *directors*, no exercício de suas funções, deverão lançar mão do cuidado “ordinário” que pessoas prudentes e cuidadosas teriam em situações análogas¹²¹⁹. No referido caso, a Delaware Supreme Court deixa claro que, ausente qualquer motivo ou suspeita, os *directors* poderão confiar nos seus subordinados e não se verão em posição que os obriga a colocar em prática sistema de espionagem para descobrir transgressões que não imaginam existir¹²²⁰. A existência de responsabilidade dos *directors* somente pode ser analisada casuisticamente e, caso se constate especificamente que deixaram de agir ao perceberem sinais de perigo decorrentes do

¹²¹⁴ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹²¹⁵ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹²¹⁶ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹²¹⁷ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹²¹⁸ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹²¹⁹ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), pp. 130-131.

¹²²⁰ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), p. 130-131.

comportamento dos empregados, poderá ser-lhes imputada obrigação de indenizar¹²²¹.

Com o passar do tempo, o padrão de cuidado “ordinário”, conforme esperado dos administradores, passou a ser régua que mede e determina a aplicação da proteção trazida pela *business judgment rule*¹²²². Em outras palavras, quando a *business judgment rule* os protege, espera-se que o cuidado minimamente exercido pelos administradores seja o ordinário. De fato, no caso *Aronson v. Lewis*, a *Delaware Supreme Court* decidiu que, caso os administradores tomem decisões sem estarem minimamente informados, ficando constatado terem agido com culpa grave (*gross negligence*), poderá ser-lhes imputada obrigação de indenizar¹²²³.

Em 1985, a *Delaware Supreme Court* decidiu o caso *Smith v. Van Gorkom*¹²²⁴, verdadeiro *leading case* em questões de responsabilidade de administradores decorrente do descumprimento do dever de diligência no direito societário de Delaware¹²²⁵. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* confirmou que os *directors*

¹²²¹ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), p. 130-131. A Court of Chancery de Delaware afirmou, na referida decisão, que “[i]t appears that directors of a corporation in managing the corporate affairs **are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances**. Their duties are those of control, and whether or not by neglect they have made themselves liable for failure to exercise proper control **depends on the circumstances and facts of the particular case**. [...] In the last analysis, the question of whether a corporate director has become liable for losses to the corporation through neglect of duty is determined by the circumstances. **If he has recklessly reposed confidence in an obviously untrustworthy employee, has refused or neglected cavalierly to perform his duty as a director, or has ignored either willfully or through inattention obvious danger signs of employee wrongdoing, the law will cast the burden of liability upon him**. This is not the case at bar, however, for as soon as it became evident that there were grounds for suspicion, the Board acted promptly to end it and prevent its recurrence”. (grifos não presentes no original.)

¹²²² KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-11.

¹²²³ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), pp. 812-813. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[h]aving become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties. While the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that **under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence**”. (grifos não presentes no original.)

¹²²⁴ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

¹²²⁵ SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of *Smith v. Van Gorkom*. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 33, n. 2, 2008, p. 288. SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19. MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. *Trans Union reconsidered*. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988, pp. 127-128.

poderão ser pessoalmente responsabilizados por decisões tomadas no âmbito empresarial se agiram com *gross negligence*¹²²⁶. Assim, não estarão protegidos pela *business judgment rule*¹²²⁷.

Note-se, contudo, que tal caso não assumiu relevância no direito societário de Delaware por simplesmente repetir um princípio já estabelecido previamente no caso *Aronson v. Lewis*. De fato, a condenação dos *directors* em indenizar gerou verdadeira “onda de choque” no universo empresarial americano por passar a admitir a condenação dos referidos administradores por descumprirem o dever de diligência, não pela falta de observância do de lealdade, por ausência de independência, ou pelo cometimento de fraude ou atos ilegais¹²²⁸. Além disso, também criou contornos mais claros do que seria necessário para que se considere (des)cumprido o dever de diligência¹²²⁹. É importante ressaltar que, além da “onda de choque” ocasionada no universo empresarial, o referido aresto já foi objeto de controvérsia durante o próprio julgamento, já que a decisão da *Delaware Supreme Court* não foi unânime, e o voto divergente proferido pelo *Justice McNeilly* foi bastante crítico da decisão tomada pela maioria, ao ponto de chamá-la de “*comedy of errors*”¹²³⁰. O que se percebe é que a

¹²²⁶ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 873. A *Delaware Supreme Court* afirmou que “[t]he standard of care applicable to a director’s duty of care has also been recently restated by this Court. In *Aronson*, supra, we stated: ‘While the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence.’ We again confirm that view. **We think the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one**”. (grifos não presentes no original.)

¹²²⁷ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 887.

¹²²⁸ SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 707. MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 1.

¹²²⁹ SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19. MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 3.

¹²³⁰ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 894.

decisão no *Smith v. Van Gorkom* gerou grande desconforto entre juízes, professores e advogados, originando severas críticas¹²³¹.

O desconforto decorre da importante mudança de paradigma ocorrida, pois não havia tradição, até então, na jurisprudência de Delaware, de se condenar os *directors* a indenizar a companhia por descumprimento do dever de diligência¹²³². Tal decisão, em tese, poderia ter como efeito a redução, por parte dos administradores, da vontade e da intenção de empreender e assumir riscos¹²³³. Além disso, a *business judgment rule*, que antes mesmo de ser mecanismo de proteção de administradores, atual para manter os poderes decisórios nas mãos de *directors* e *officers*¹²³⁴ (por claramente limitar os poderes de intervenção estatal nas decisões empresariais¹²³⁵), poderia, em tese, ser vista como mitigada¹²³⁶. Por fim, o aumento da burocracia para a plena observância do dever de diligência com base na referida decisão, teoricamente, pode encarecer e tornar mais lento o processo resolutivo¹²³⁷.

Não obstante tais críticas, a decisão no caso *Smith v. Van Gorkom* tem seus méritos. Em primeiro lugar, o referido caso deixou bastante claro que o procedimento seguido pelos *directors* é mais importante do que propriamente o conteúdo das

¹²³¹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 707-708.

¹²³² MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. Trans Union reconsidered. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988, p. 127. MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 1.

¹²³³ FISCHER, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, p. 1453-1454.

¹²³⁴ SHU-ACQUAYE, Florence. Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 27.

¹²³⁵ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. V., no mesmo sentido, HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

¹²³⁶ FISCHER, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, pp. 1453-1454.

¹²³⁷ WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985, p. 120.

decisões tomadas para verificação do cumprimento do dever de diligência¹²³⁸. Logicamente, tal definição não acaba com o requisito de existir um propósito negocial racional para as decisões tomadas no âmbito empresarial estarem protegidas pela *business judgment rule*¹²³⁹. Em segundo lugar, serve para reforçar a ideia de que, seguidos os procedimentos adequados, a intervenção estatal nas decisões empresariais será mantida sob controle, pois as regras agora são mais claras¹²⁴⁰. Em terceiro lugar, os *directors* estarão protegidos, desde que sigam o procedimento adequado¹²⁴¹.

É importante ressaltar que, não obstante os *directors* terem sido condenados a indenizar, tal tipo de tutela jurisdicional não é a que prevaleceu posteriormente¹²⁴². Como efeito, em decorrência da referida decisão, o Poder Legislativo de Delaware, em menos de dois anos, reformou a sua lei societária para permitir que as companhias lá constituídas possam adotar dispositivos estatutários para limitar ou até mesmo eliminar completamente a responsabilidade dos administradores em indenizar a companhia, desde que não descumprido o dever de lealdade (o que inclui proibição

¹²³⁸ FISCHER, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, p. 1445. MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 4. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000), p. 264. Neste julgado, a Delaware Supreme Court afirmou que “[a]s for the plaintiffs’ contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care,’ we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule. Courts do not measure, weigh or quantify directors’ judgments. [...] Due care in the decisionmaking context is process due care only”.

¹²³⁹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 12.

¹²⁴⁰ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. V., no mesmo sentido, HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

¹²⁴¹ WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985, p. 125.

¹²⁴² RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 709. Segundo o referido autor, o tipo de tutela jurisdicional que prevaleceu estava relacionada à possibilidade de se barrar judicialmente, notadamente por meio de liminares, as operações em curso, forçando os *directors* exercerem com mais adequação seus deveres.

de decisões tomadas de má-fé) ou não ocorrida violação da lei¹²⁴³. Assim, não obstante abrir-se a porta para substancial redução da responsabilidade dos administradores, ao que parece, os benefícios da decisão no caso *Smith v. Van Gorkom* puderam ser mantidos sem desincentivo ao empreendedorismo e à tomada de risco pelos *directors* e *officers*¹²⁴⁴.

Com o caso *Smith v. Van Gorkom*, abriu-se espaço para o entendimento que, caso os administradores não se informem adequadamente *antes* de deliberar, o Poder Judiciário poderá afastar presunção protetiva da *business judgment rule*, mesmo que de maneira limitada, e até intervir e questionar as decisões empresariais efetivamente tomadas, bem como condenar os *directors* que não se educaram adequadamente de todos os fatos, direitos e obrigações correlatas acerca do objeto da própria deliberação¹²⁴⁵.

Do caso propriamente dito, extrai-se que (i) os *directors* (e as decisões por eles tomadas) estariam protegidas caso, de boa-fé, tivessem se fiado em relatórios

¹²⁴³ GRINSTEIN, Yaniv ; ROSSI, Stefano. **Good monitoring, bad monitoring**. [S.l.]: [s.n.], 2014, p. 4. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1906326>. Acesso em: 12 mar. 2021. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-13. A seção 102(b)7 da Delaware General Corporation Law, adotada após a decisão no caso *Smith v. Van Gorkom*, assim determina: “A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. An amendment, repeal or elimination of such a provision shall not affect its application with respect to an act or omission by a director occurring before such amendment, repeal or elimination unless the provision provides otherwise at the time of such act or omission. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title”.

¹²⁴⁴ Conforme apontam William E. Knepper *et al*, apêndice B, até o ano de 2018, 46 outros estados americanos positivaram a possibilidade de se limitar ou excluir a responsabilidade dos administradores. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, apêndice B.

¹²⁴⁵ Observando-se que a lei societária de Delaware permite a limitação ou a total exclusão da responsabilidade de indenizar.

submetidos pelos *officers*¹²⁴⁶; e (ii) os *directors* não podem somente levar em consideração o valor de mercado das ações no momento da operação e confrontá-lo com o ágio a ser pago por potencial adquirente para afirmar que o preço oferecido aos acionistas seria justo, pois são necessários estudos adequados¹²⁴⁷.

Indo além da decisão no caso *Smith v. Van Gorkom*, a *Delaware Supreme Court* estabeleceu no caso *Grobow v. Perot* que os *directors* deveriam, para plenamente cumprir o dever de diligência, (i) se informar a respeito das informações críticas *antes* de deliberar e aprovar a operação proposta; (ii) consultar e levar em consideração opiniões de *experts*; (iii) entregar os demais membros do *board* aviso prévio da reunião do referido órgão, incluindo a pauta; e (iv) inquirir, de maneira adequada, acerca das razões ou dos termos negociados¹²⁴⁸. Esta é, em suma, a maneira de se dar pleno cumprimento ao dever de diligência¹²⁴⁹.

7.6 DEVERES DE LEALDADE E DE DILIGÊNCIA: DUAS FACES DA MESMA MOEDA?

Levando-se em conta que os dois deveres fiduciários que mais importam para a análise da (in)aplicabilidade da *business judgment rule* são o de lealdade e o de diligência, é importante cotejá-los e rapidamente compará-los. Para Stephen M.

¹²⁴⁶ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 875. Note-se que, não obstante um dos *officers* ter feito apresentação acerca da operação proposta, a *Delaware Supreme Court* entendeu que a exposição oral feita por tal administrador não constitui verdadeiro relatório. Assim, a *Delaware Supreme Court* afirmou, à página 884, que “[w]e conclude that the Board acted in a grossly negligent manner on October 8; and that Van Gorkom’s representations on which the Board based its actions do not constitute ‘reports’ under § 141(e) on which the directors could reasonably have relied”.

¹²⁴⁷ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 875.

¹²⁴⁸ *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988), p. 191.

¹²⁴⁹ É importante ressaltar que, não obstante o caso *Smith v. Van Gorkom* ser considerado de enorme importância para o direito societário de Delaware, principalmente por ter permitido a responsabilização de *directors* por descumprimento do dever diligência, algo até então muito raro, tal tipo de deslince não é tão comum no referido estado. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, pp. 514-515.

Bainbridge, há duas maneiras de se olhar para tal questão¹²⁵⁰. Em primeiro lugar, informa o referido autor, o descumprimento de ambos tende a levar à redução patrimonial dos acionistas, o que pode fazer crer que tais deveres fiduciários variam mais em grau do que em espécie¹²⁵¹. Mas, informa o referido autor, isso não seria correto, pois os dois também se distinguem no seu conteúdo¹²⁵².

De fato, como visto anteriormente, enquanto o dever de lealdade tenta enfrentar, em boa parte, problemas de *self-dealing*, o de diligência tenta lidar com questões voltadas para a atenção que os *directors* e *officers* devem despender no cumprimento de suas funções. Enquanto o dever de lealdade determina que os administradores devem levar em consideração os interesses da sociedade antes dos seus próprios, o de diligência serve para fazer que os *directors* e *officers* cumpram ativamente suas funções de investigar, considerar e indagar. Ademais, enquanto o dever de lealdade determina que os administradores evitem privar a sociedade de ganho ou vantagem que possam obter, o de diligência serve para que não se tome decisão empresarial com desleixo e açodadamente.

Mas algo mais significativo parece diferenciar ambos: normalmente, o descumprimento do dever de lealdade representa comportar-se com dolo, mesmo no caso de descumprimento do dever de informar (enquanto elemento formador do de lealdade)¹²⁵³. Já a falta de observância do dever de diligência significa agir com culpa grave¹²⁵⁴. Tal diferença é acompanhada de outra: dolo encerra em si a ideia de vontade de se atingir determinado objetivo (normalmente ilícito), enquanto a culpa grave decorre da negligência no exercício das atribuições de administrador. Note-se, no entanto, que o descumprimento *proposita* do dever de diligência aproxima-se mais do dolo (onde se verifica o elemento volitivo) do que propriamente da culpa, que

¹²⁵⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 157.

¹²⁵¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 157.

¹²⁵² BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 157.

¹²⁵³ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 114-115.

¹²⁵⁴ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 114-115.

decorre do mero cumprimento defeituoso e desleixado de determinado dever, sem se constatar a vontade de atingir determinado objetivo.

Feitos tais estudos, passa-se, a partir de agora, à análise do estado atual da *business judgment rule* no direito americano, com ênfase no de Delaware.

8 ESTADO ATUAL DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* E SEUS DESDOBRAMENTOS NO DIREITO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE

8.1 INTRODUÇÃO

No capítulo anterior, estudou-se a estrutura do direito societário do estado de Delaware. O direito societário do estado de Delaware é conhecido por conceder amplos poderes discricionários e margem de manobra aos administradores, o que pode ser claramente atingido pela utilização adequada da *business judgment rule*¹²⁵⁵.

A alocação de poderes nos *directors*, principalmente no *board of directors* enquanto órgão de decisão colegiada, é amplamente protegida pela *business judgment rule*, que, além de dar certa imunidade a tais administradores em relação a perdas sofridas pela sociedade, determina a não interferência de¹²⁵⁶.

No direito societário do estado de Delaware, o *board of directors* das *corporations* é o órgão obrigatório em que praticamente todo poder e autoridade são exercidos no âmbito da sociedade¹²⁵⁷. Note-se, ainda, que é muito comum que a administração do dia a dia da sociedade seja delegada aos *officers* (*senior management*), o que coloca o *board of directors* em função que mais se assemelha a

¹²⁵⁵ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

¹²⁵⁶ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227.

¹²⁵⁷ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 155. Para Stephen M. Bainbridge, o *board of directors* representa o ápice da hierarquia de poder das *corporations*. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85.

de órgão de supervisão¹²⁵⁸. Tal supervisão dá-se pelo constante monitoramento e julgamento da performance e da eficiência da execução das tarefas delegadas aos *officers*¹²⁵⁹. Outra função tipicamente alocada nas mãos dos *directors* é a de determinar políticas empresariais, estipulando a estratégia geral da sociedade¹²⁶⁰.

Os deveres fiduciários, como também visto no capítulo anterior, ocupam importantíssima função. É economicamente ineficiente tentar determinar detalhadamente *ex ante* tudo que os administradores podem ou não fazer. Por isso, fiar-se em regras precisas é menos desejável do que em padrões abertos¹²⁶¹.

Como se viu, os deveres fiduciários importantes para o debate acerca da *business judgment rule* no direito societário de Delaware são de lealdade e de diligência¹²⁶², estudados no capítulo anterior. A lealdade dos administradores em relação à sociedade deve ser absoluta¹²⁶³. Ademais, já que aos *directors* e aos *officers* são conferidos poderes para gerenciar o acervo patrimonial social, também lhes são atribuídas responsabilidade de por ele zelar¹²⁶⁴.

É chegado o momento, neste trabalho, de se estudar de maneira aprofundada como a *business judgment rule* e seus desdobramentos são vistos e aplicados pelos tribunais de Delaware.

¹²⁵⁸ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

¹²⁵⁹ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 1-4.

¹²⁶⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 100.

¹²⁶¹ ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, 630-631.

¹²⁶² HILL, Claire A; MCDONNELL, Brett H. Stone v. Ritter and the expanding duty of loyalty. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007, p. 1771.

¹²⁶³ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7.

¹²⁶⁴ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

A *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos, para que a empresa prospere, assumir riscos fará parte do dia a dia dos administradores. Se forem pessoalmente responsabilizados todas as vezes que uma decisão empresarial leve à perda, estarão pouco propensos a assumir qualquer risco e, assim, a empresa não avançará.

Uma vez que constatada a existência de decisão empresarial, a *business judgment rule* protege sobremaneira os administradores¹²⁶⁵.

Mesmo que inicialmente pudesse existir dúvida, a jurisprudência, hoje, confirma que os *officers* também são pessoalmente protegidos pela aplicação da *business judgment rule*¹²⁶⁶.

A presunção trazida pela *business judgment rule* que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários em relação à sociedade trazida é relativa e pode ser derrubada¹²⁶⁷. A demonstração a ser inicialmente feita pelos autores da ação dá-se por meio de alegações feitas no processo, que tentam narrar o descumprimento do dever de diligência ou do de lealdade¹²⁶⁸. A análise judicial que se instaura a partir de então volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo de tomada de decisão por parte dos administradores¹²⁶⁹. É a “*entire fairness*”.

¹²⁶⁵ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 867-870. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 398-403.

¹²⁶⁶ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 867-870. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 398-403.

¹²⁶⁷ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 2-44 e 2-45.

¹²⁶⁸ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-8.

¹²⁶⁹ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112.

Não obstante a *business judgment rule* ser, em tese, aplicável a todas as decisões empresariais, há um padrão intermediário de revisão judicial adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais¹²⁷⁰.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma “questão empresarial”, mas a atuação do *board of directors*, ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal¹²⁷¹. É a *compelling justification*.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais cinco partes. Na próxima, será feita análise aprofundada do conteúdo da *business judgment rule*, bem como os elementos que a informam e compõem. Após, será estudada, de maneira também aprofundada, a *entire fairness* e sua aplicação. Na seção seguinte será estudado o *enhanced scrutiny*. A *compelling justification* será estudada na sequência.

8.2 ESTADO ATUAL DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* NO DIREITO SOCIETÁRIO AMERICANO, COM ÊNFASE EM DELAWARE

A *business judgment rule* tem as seguintes características: (i) é uma presunção de que os administradores tomaram decisão de maneira a cumprir os deveres de lealdade e diligência; (ii) *business judgment rule* é “*deferential*”, o que

¹²⁷⁰ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 5A-7; 5A-9. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-57.

¹²⁷¹ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49. MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

representa dizer que os tribunais deferem – anuem – ao que for decidido pelos administradores; (iii) em decorrência de ser *deferential*, os tribunais, ao aplicarem a *business judgment rule*, (a) não revisarão e não entrarão no mérito das decisões tomadas pelos administradores, e (b) não condenarão os administradores por eventuais perdas sofridas pela sociedade em decorrência das referidas decisões; (iv) a proteção trazida pela *business judgment rule* decorre da presunção de que as decisões dos administradores estão corretas e adequadas.

Além disso, conforme explica Stephen A. Radin, a presunção criada pela *business judgment rule* de que os administradores são cumpridores de seus deveres fiduciários está no âmago do direito societário americano, notadamente no de Delaware¹²⁷².

Note-se que a salvaguarda dada pela *business judgment rule* não é absoluta e pode ser afastada em determinadas situações¹²⁷³. Ademais, a proteção trazida pelo referido instituto jurídico tem outra característica importante, de natureza procedimental: coloca o ônus de alegar descumprimento de deveres fiduciários sobre os autores do processo¹²⁷⁴. Ademais, o Poder Judiciário somente analisará o conteúdo das decisões empresariais unicamente na medida necessária para determinar se o autor do processo conseguiu demonstrar que a decisão empresarial é irracional ou que há fatos que afastam a aplicação da *business judgment rule*¹²⁷⁵. Se o autor do processo não obtiver êxito em afastar a aplicação da *business judgment rule*, o Poder Judiciário não estará autorizado a intervir e analisar o mérito da decisão

¹²⁷² RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 12.

¹²⁷³ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 12.

¹²⁷⁴ LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-5.

¹²⁷⁵ *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000), p. 264.

tomada pelos administradores e deverá abster-se de fazê-lo¹²⁷⁶. Isso quer dizer que a decisão empresarial e o entendimento dos administradores prevalecerão¹²⁷⁷.

Disso se extrai, conforme aponta Stephen A. Radin, que a *business judgment rule* serve como uma estratégia e um meio de defesa para os administradores, não como instrumento para se impor responsabilidade a eles¹²⁷⁸. Mas, como o referido autor aponta, a redução da possibilidade de o Poder Judiciário interferir nas decisões empresariais, que decorre da aplicação da *business judgment rule*, não representa dizer, por si só, que as decisões tomadas pelo *board of directors* estavam, no seu âmago, corretas¹²⁷⁹. De fato, decisões que posteriormente se demonstraram equivocadas sob o ponto de vista dos negócios, por si só, não constituem algo suficiente para que os administradores sejam pessoalmente responsabilizados¹²⁸⁰.

¹²⁷⁶ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, , p. 13.

¹²⁷⁷ *Postorivo v. AG Paintball Holdings, Inc.*, 2008 Del. Ch. Lexis 29, p. 13. A Court of Chancery afirmou que “[t]he Delaware courts generally will not substitute the judgment of a judge for that of the board. Rather, a judge ensures that the board made the business judgment with a disinterested and independent mindset”.

¹²⁷⁸ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, , p. 15.

¹²⁷⁹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 15.

¹²⁸⁰ Neste sentido, v. *Ash v. McCall*, 2000 Del. Ch. Lexis 144, p. 33, em que a Court of Chancery de Delaware decidiu que “[m]ore importantly, this Court has stated on several occasions that mere allegations that directors made a poor decision-absent some showing of self-dealing or suspect motivation-does not state a cause of action, much less meet the standard for excusing demand under the second prong of Aronson. When the challenged transaction was approved by a board composed of a majority of independent, disinterested directors, ‘a heavy burden falls on [plaintiffs] to avoid pre-suit demand’ by challenging the directors’ fulfillment of their duty of care”; *Weiss v. Samsonite Corp.*, 741 A.2d 366 (Del. Ch. 1999), pp. 371-373, em que a Court of Chancery de Delaware decidiu que “[i]n today’s financial world, dividends and self-tender offers are viewed as conventional methods of delivering to shareholders a return on their investment. The transactional choices the Board made here — to assume debt and conduct a cash self-tender offer — were classic business judgment decisions of the kind that are normally protected by the business judgment rule. Only if facts are pleaded that, if true, would rebut the business judgment rule presumption, would those decisions be subject to challenge. In this case, no facts are pleaded that would displace the protection of the business judgment rule. [...] Nor does he allege that the Board’s decision was not made in good faith or with due care. His challenge appears to go to whether the Board’s decision to structure the transaction in the chosen manner was proper. But that is not for this Court to decide, because questions concerning the structure of a transaction, or what the resulting debt to equity ratio of the firm should be, are reserved to the board. [...] Finally, the plaintiff contends that the Plan was wrongfully coercive because the effect of the large cash payment would hinder the Company’s ability to pay ordinary dividends in the future. Again, that does not state a legal claim, because the argument boils down to the assertion that the Board made a

8.2.1 Elementos que compõem a *business judgment rule*

São elementos que compõem a *business judgment rule*: (i) a constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada, (ii) a ausência de interesse pessoal ou *self-dealing*, combinado com a independência no processo decisório e a constatação da presença de boa-fé; (iii) a constatação do exercício adequado de cuidado e diligência; (iv) a ausência de abuso de poder discricionário ou de desperdício, combinado com a constatação da presença de racionalidade; (v) ausência de fraude ou ilegalidade¹²⁸¹. Presente o primeiro destes elementos (ou seja, tomada uma decisão empresarial), a *business judgment rule* presume os demais, cabendo aos autores dos processos trazer fortes e completas alegações para estipular o contrário¹²⁸².

8.2.1.1 Constatação de que uma decisão empresarial tenha sido tomada

bad or shortsighted decision concerning how to deploy the company's cash. The wisdom or merit of a business decision of that kind is not (to repeat) a proper subject for judicial review"; Gagliardi v. TriFoods International, Inc., 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87, pp. 11-12, em que a Court of Chancery de Delaware decidiu que "[t]he business outcome of an investment project that is unaffected by director self-interest or bad faith, cannot itself be an occasion for director liability. That is the hard core of the business judgment doctrine".

¹²⁸¹ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-15. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 86. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 123-135. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7 e 3-52.

¹²⁸² KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-15. RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 86.

Conforme decidiu a *Delaware Supreme Court* nos casos *Aronson v. Lewis*¹²⁸³, *Nixon v. Blackwell*¹²⁸⁴ e *Rales v. Blasband*¹²⁸⁵, a *business judgment rule* somente será aplicada quando se constatar que uma decisão empresarial tenha sido tomada pelos *directors*. Note-se, contudo, que, em *Aronson v. Lewis*, a *Delaware Supreme Court* também chegou à conclusão que se o *board of directors* deliberar e decidir em nada fazer, tal resolução poderá ser protegida pela *business judgment rule*¹²⁸⁶. Por fim, conforme decidido pela *Delaware Supreme Court*, no caso *Grimes v. Donald*, é importante ressaltar que a decisão tomada pelos *directors* deve ser de natureza empresarial, não podendo ser mera interpretação acerca da legalidade de um negócio jurídico¹²⁸⁷.

¹²⁸³ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 813. Neste julgado, a Delaware Supreme Court afirmou que “[h]owever, it should be noted that the business judgment rule operates only in the context of director action. Technically speaking, it has no role where directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act”.

¹²⁸⁴ *Nixon v Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993), p. 1376. Neste julgado, a Delaware Supreme Court afirmou que “[i]n business judgment rule cases, an essential element is the fact that there has been a usiness decision made by a disinterested and independent corporate decisionmaker. [...] When there is no independent corporate decisionmaker, the court may become the objective arbiter”.

¹²⁸⁵ *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 (Del. 1993), p. 933. Neste julgado, a Delaware Supreme Court decidiu que “[u]nder the unique circumstances of this case, an analysis of the Board's ability to consider a demand requires a departure here from the standards set forth in *Aronson*. The Board did not approve the transaction which is being challenged by *Blasband* in this action. In fact, the *Danaher* directors have made no decision relating to the subject of this derivative suit. Where there is no conscious decision by directors to act or refrain from acting, the business judgment rule has no application. [...] The absence of board action, therefore, makes it impossible to perform the essential inquiry contemplated by *Aronson* — whether the directors have acted in conformity with the business judgment rule in approving the challenged transaction”.

¹²⁸⁶ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 813. A Delaware Supreme Court afirmou que “[b]ut it also follows that under applicable principles, a conscious decision to refrain from acting may nonetheless be a valid exercise of business judgment and enjoy the protections of the rule”.

¹²⁸⁷ *Grimes v. Donald*, 20 Del.J.Corp.L. 757, 1995 WL 54441 (1995), p 771. Neste caso, a Court of Chancery de Delaware decidiu que “[t]he abdication claim asserts that corporate directors have authorized a contract that precludes them from meeting their statutory and fiduciary obligations. Such authorization would arguably constitute a violation of Section 141(a) of DGCL and at least a partial repudiation of those fiduciary duties that directors owe directly to the body of shareholders who legally designated them to hold office. Whether these contracts do violate Section 141 is a question of law directly concerning the legal character of the contract and its effect upon the directors. The question whether these contracts are valid or not does not fall into the realm of business judgment; it cannot be definitively determined by the informed, good faith judgment of the board. It must be determined by the court”.

8.2.1.2 Ausência de interesse pessoal ou *self-dealing*, combinado com a independência no processo decisório e a constatação da presença de boa-fé

Estes elementos estão relacionados ao dever de lealdade. Como visto anteriormente¹²⁸⁸, a lealdade dos administradores em relação à sociedade deve ser absoluta¹²⁸⁹. Para que a decisão administrativa seja protegida pela *business judgment rule*, os *directors* deverão observar o dever de lealdade, agindo de boa-fé e escrupulosamente em relação à sociedade¹²⁹⁰. Os administradores não poderão, em nenhuma circunstância, se aproveitar da confiança que lhes foi depositada e da posição que detêm, com vistas a atingir interesses próprios¹²⁹¹. Em situações em que possam ter ou receber benefício pessoal em detrimento da sociedade ou de seus acionistas, os administradores deverão demonstrar que agiram de maneira adequada e termos econômicos justos para a companhia¹²⁹².

Os administradores não podem privar a companhia de ganho ou vantagem que suas habilidades possam trazer ou permitir de maneira razoável¹²⁹³. Por isso,

¹²⁸⁸ V. Capítulo 7 *supra*.

¹²⁸⁹ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7.

¹²⁹⁰ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.7. EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham Law Review**, v. 62, n. 3, 1993, pp. 437-438. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510

¹²⁹¹ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹²⁹² KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹²⁹³ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2.

complementam, o dever de lealdade demanda dos administradores fidelidade integral e altruísta em relação à companhia¹²⁹⁴.

Os administradores muito comumente participam de negócios jurídicos que também envolvem a companhia que administram, colocando-se “dos dois lados da mesa” de negociação¹²⁹⁵. Em tais casos, considerar-se-á existir conflito de interesses entre os administradores e a companhia¹²⁹⁶.

Segundo Randy J. Holland, a origem do dever de lealdade como um conceito do direito de Delaware pode ser inicialmente encontrado no caso *Guth v. Loft Inc.*¹²⁹⁷⁻¹²⁹⁸. Este caso estabelece que os administradores não podem utilizar suas posições de confiança e seus poderes para promover seus próprios interesses¹²⁹⁹. A *Delaware Supreme Court*, no caso *Aronson v. Lewis*¹³⁰⁰, decidiu que os administradores não podem ficar “dos dois lados” de uma operação ou mesmo extrair qualquer benefício financeiro pessoal ao agir em *self-dealing*¹³⁰¹. Caso o *director* tenha interesse pessoal em determinada operação e não se constate a aprovação por maioria de *directors* que sejam pessoalmente desinteressados no negócio, o administrador conflitado não estará protegido pela *business judgment rule*¹³⁰². Da mesma forma, a *business judgment rule* não impede que o Poder Judiciário revise e interfira em negócios

¹²⁹⁴ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-2.

¹²⁹⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

¹²⁹⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 158.

¹²⁹⁷ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

¹²⁹⁸ HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, p. 683.

¹²⁹⁹ *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), p. 510.

¹³⁰⁰ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812.

¹³⁰¹ HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, p. 683.

¹³⁰² HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009, pp. 683-684.

jurídicos maculados por *self-dealing*¹³⁰³. No caso *In re Walt Disney Co.*, a *Court of Chancery* de Delaware deixa claro que estar dos dois lados das negociações ou receber algum tipo de benefício pessoal representa descumprimento do dever de lealdade¹³⁰⁴.

Ralph C. Ferrara *et al* explicam que o dever de lealdade tem dois lados distintos para ser plenamente observado: em primeiro lugar, o administrador deve estar desprovido de interesse pessoal; em segundo lugar, o administrador deve ser capaz de exercitar julgamento independente em relação à decisão a ser tomada, sem influências ou controle de terceiros¹³⁰⁵.

Para que uma decisão empresarial esteja desprovida de interesse pessoal, o administrador deverá estar em posição adequada para poder agir imparcialmente e não poderá estar em ambos os lados de um negócio jurídico, mantendo distanciamento adequado e permanecendo livre para tomar a decisão nos melhores interesses da sociedade¹³⁰⁶. Se um *director* receber benefício pessoal substancial, sua decisão não será considerada isenta de interesse pessoal¹³⁰⁷.

Não caberá aos *directors* demonstrar que agiram de forma desinteressada, pois a *business judgment rule* já traz presunção neste sentido. Para afastar a presunção, o autor do processo deverá alegar clara e fartamente que o administrador tem interesse pessoal, normalmente de caráter financeiro, ou que tomou a decisão

¹³⁰³ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 157.

¹³⁰⁴ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A2d 693 (Del. Ch. 2005), p. 751.

¹³⁰⁵ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-16.8.

¹³⁰⁶ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-17.

¹³⁰⁷ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-17. V., ainda, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 362.

empresarial em posição de *self-dealing* (ou seja, como contraparte direta ou indireta no negócio jurídico)¹³⁰⁸.

Algumas situações que, a princípio, poderiam indicar irremediável conflito de interesses, considerando-se descumprimento do dever de lealdade, não são tidas como problemáticas pela simples ausência de relevância¹³⁰⁹. A primeira apresenta-se no caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, em que, não obstante a maioria dos membros do *board of directors* ser também composta de acionistas da companhia (o que lhes colocaria em posição de potencial ganho pessoal), ausentes outros problemas, não se constata interesse pessoal problemático na implementação de técnica de defesa contra aquisição hostil de controle acionário¹³¹⁰. O segundo exemplo relaciona-se à remuneração recebida pelos *directors* pelo exercício de seus cargos¹³¹¹, principalmente por deterem assentos concomitantes em *boards* de companhias não totalmente independentes (em que a mesma pessoa seja *director* em uma sociedade controladora e outra controlada, como visto no aresto *Weinberger v. UOP, Inc.*¹³¹², ou quando se constatar a existência de *interlocking directorships*, como se observou em *Heineman v. Datapoint Corp.*¹³¹³).

Mas há situações que serão sempre consideradas problemáticas e violações claras do dever de lealdade¹³¹⁴. Uma delas é usurpação de oportunidade para

¹³⁰⁸ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-17.

¹³⁰⁹ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-17.

¹³¹⁰ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 958.

¹³¹¹ *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180, p. 188.

¹³¹² *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 703.

¹³¹³ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

¹³¹⁴ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3.18.

obtenção de ganho pessoal, como visto no aresto *Heineman v. Datapoint Corp.* anteriormente estudado¹³¹⁵⁻¹³¹⁶.

Uma outra situação trazida por Ralph C. Ferrara *et al* e que pode representar descumprimento do dever de lealdade, por não agirem de maneira desprovida de interesse pessoal, é aquela em que os *directors* tentam evitar a troca de controle societário para que não percam seus cargos de administrador, por meio do *entrenchment* (entrincheiramento)¹³¹⁷. Os *directors* possuem poderes amplos, mas se se constatar que buscaram, de maneira interessada, tirar proveito próprio, descumprindo o dever lealdade por não agirem nos melhores interesses da sociedade ao legitimamente defendê-la de tentativa de aquisição hostil de controle, não haverá aplicação imediata da *business judgment rule*¹³¹⁸. Como resultado, caberá, assim, aos referidos administradores provar que agiram de maneira justa, com *entire fairness*¹³¹⁹.

Como visto acima, a verificação do correto cumprimento do dever de lealdade depende de dupla observância. Além de não poder ter interesse pessoal, o administrador deve ser capaz de exercitar julgamento independente, sem influências ou controle de terceiros¹³²⁰. Aqui, da mesma maneira, não caberá ao administrador demonstrar que formou sua opinião de maneira independente, pois a *business judgment rule* cria tal presunção¹³²¹. Se a intenção é que os *directors* percam a proteção dada pela *business judgment rule* pela falta de independência nas decisões tomadas, os autores deverão alegar ampla e fartamente que a maioria dos *board*

¹³¹⁵ V. item 7.4.1 *supra*.

¹³¹⁶ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

¹³¹⁷ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-20 e 3.22.

¹³¹⁸ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-20 e 3-22.

¹³¹⁹ LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005, p. 5A-6. FLEISCHER JR., Arthur; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-17 e 3-18.

¹³²⁰ FERRARA, Ralph C *et al*. **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3-16.8.

¹³²¹ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 807.

members, no processo de tomada de decisão, estava dominada, controlada ou influenciada por alguém que tenha interesse pessoal no negócio jurídico entabulado¹³²².

Assim, por exemplo, o fato de um acionista relevante eleger ou de o *chief executive officer* indicar membros para o conselho de administração, por si só não será suficiente para afastar a presunção de independência e a proteção dada pela *business judgment rule*, cabendo aos autores da ação trazer ao processo elementos que demonstrem que a maioria dos *directors* não deliberou de forma autônoma e correta¹³²³. O caso *Heineman v. Datapoint Corp.* ilustra isso muito bem, pois exige ser necessário haver nexos entre eventuais alegações de dominação (ou de ausência de independência) e eventuais benefícios obtidos por quem exerce influência ou domínio¹³²⁴.

Por fim, é importante ressaltar que a independência dos *directors* não pode ser atingida por coação. De fato, conforme decidido pela *Delaware Supreme Court*, a aplicação da *business judgment rule* depende, dentre outras coisas, de que a decisão dos *directors* seja “*uncoerced*”, conforme decidido no caso *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*¹³²⁵.

É princípio bem-estabelecido e arraigado no direito societário de Delaware que *officers and directors* devem sempre agir com máxima boa-fé¹³²⁶. Em geral, a proteção trazida pela *business judgment rule* terá sempre como pano de fundo a ideia que os administradores agem de boa-fé. De fato, a *Delaware Supreme Court*, em 1984, no caso *Aronson v. Lewis*, decidiu que há pressuposição de que os *directors* tomem suas decisões de maneira informada (cumprindo o dever de diligência),

¹³²² FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-24 3.25.

¹³²³ FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, p. 3.25.

¹³²⁴ *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992), p. 955.

¹³²⁵ *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015), p. 306.

¹³²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 178.

acreditando estar agindo nos melhores interesses da sociedade (cumprindo o dever de lealdade) e de boa-fé¹³²⁷. Assim, tal decisão dá a entender que a boa-fé estaria posicionada separadamente e em pé de igualdade em relação aos deveres de diligência e lealdade.

Em 1993, no caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* decidiu que a boa-fé estaria posicionada separadamente dos deveres de lealdade e diligência¹³²⁸. Enquanto a *Delaware Supreme Court* parecia pacificar a existência de um dever fiduciário de boa-fé independente dos demais, a *Court of Chancery*, demonstrava sua insatisfação¹³²⁹. Por isso, passou a questioná-la. No caso *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, a *Court of Chancery* de Delaware declarou que deixaria para a *Delaware Supreme Court* e para a comunidade acadêmica distinguir os deveres de lealdade e de boa-fé¹³³⁰. No caso *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, a *Court of Chancery* afirmou que o dever de lealdade abarcaria também o requisito de agir de boa-fé¹³³¹. No caso *Nagy v. Bistricher*, a *Court of Chancery* declarou não ser possível, ao mesmo tempo, ser leal em relação à sociedade e agir de má-fé¹³³².

O tom das críticas foi elevado em duas decisões que envolveram as mesmas partes, *Emerald Partners v. Berlin*¹³³³. No primeiro aresto, de 2001, a *Court of Chancery* afirmou que não existiria, sob o viés doutrinário, um dever de boa-fé segregado do de lealdade¹³³⁴. Na outra decisão, já em 2003, a *Court of Chancery* deu um grande passo e afirmou que, com base na própria jurisprudência da *Delaware*

¹³²⁷ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812.

¹³²⁸ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

¹³²⁹ ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005, p. 17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

¹³³⁰ *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, 741 A.2d 377 (Del. Ch. 1999), p. 389.

¹³³¹ *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000), p. 477.

¹³³² *Nagy v. Bistricher*, 770 A.2d 43 (Del. Ch. 2000), p. 46.

¹³³³ ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005, pp. 19-20. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

¹³³⁴ *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2001 Del Ch. Lexis 20 (2001), p. 87.

Supreme Court, haveria reconhecimento que a boa-fé é mero componente do dever de lealdade¹³³⁵. No caso *Guttman v. Huang*¹³³⁶, a *Court of Chancery* decidiu que um *director* somente pode agir lealmente em relação à sociedade se também o fizer de maneira a acreditar, boa-fé, que agiu nos melhores interesses da companhia¹³³⁷. A *Delaware Supreme Court* rapidamente aceitou as sugestões da *Court of Chancery* e adotou interpretação similar, como visto no caso *Stone v. Ritter*¹³³⁸.

8.2.1.3 Constatação do exercício adequado de cuidado e diligência

Como visto anteriormente¹³³⁹, já que aos *directors* são conferidos poderes para gerenciar o acervo patrimonial social, também lhes são atribuídas responsabilidade de por ele zelar¹³⁴⁰. Assim, tais administradores devem sempre agir diligente e prudentemente ao tomarem decisões no âmbito da sociedade¹³⁴¹. Tal cuidado deve ser exercido mediante razoável obtenção e devida consideração de todas as informações relevantes relacionadas às decisões a serem tomadas¹³⁴². Em outras palavras, os administradores somente devem tomar decisões no âmbito

¹³³⁵ *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2001 Del Ch. Lexis 20 (2001), p. 139.

¹³³⁶ *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003).

¹³³⁷ *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003), p. 506.

¹³³⁸ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

¹³³⁹ V. item 7.2 acima.

¹³⁴⁰ KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹³⁴¹ KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹³⁴² KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

societário se estiverem prévia e razoavelmente informados dos aspectos mais importantes¹³⁴³.

O significado de “razoabilidade” foi inicialmente tratado em 1963 pela *Delaware Supreme Court*, no caso *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, quando se decidiu que os *directors*, no exercício de suas funções, deverão lançar mão do cuidado “ordinário” que pessoas prudentes e cuidadosas teriam em situações análogas¹³⁴⁴. Lá, a *Delaware Supreme Court* deixa claro que, ausente qualquer motivo ou suspeita, os *directors* poderão confiar nos seus subordinados e não se verão em posição que os obriga a colocar em prática sistema de espionagem para descobrir transgressões que não imaginam existir¹³⁴⁵.

Com o passar do tempo, a proteção dada pela *business judgment rule* quando o cuidado minimamente exercido pelos administradores seja o ordinário. No caso *Aronson v. Lewis*, a *Delaware Supreme Court* decidiu que, caso os administradores tomem decisões sem estarem minimamente informados, ficando constatado terem agido com culpa grave (*gross negligence*), poderá ser-lhes imputada obrigação de indenizar¹³⁴⁶.

Em 1985, a *Delaware Supreme Court* decidiu o caso *Smith v. Van Gorkom*¹³⁴⁷, *leading case* em questões de responsabilidade de administradores decorrente do descumprimento do dever de diligência no direito societário de Delaware¹³⁴⁸. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* confirmou que os *directors* poderão ser

¹³⁴³ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-1.

¹³⁴⁴ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), pp. 130-131.

¹³⁴⁵ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963), pp. 130-131.

¹³⁴⁶ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), pp. 812-813.

¹³⁴⁷ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

¹³⁴⁸ SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of *Smith v. Van Gorkom*. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 33, n. 2, 2008, p. 288. SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19. MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. *Trans Union reconsidered*. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988, pp. 127-128.

pessoalmente responsabilizados por decisões tomadas no âmbito empresarial se agiram com *gross negligence*¹³⁴⁹. Assim, não estarão protegidos pela *business judgment rule*¹³⁵⁰.

Note-se, contudo, que a condenação dos *directors* em indenizar gerou verdadeira “onda de choque” no universo empresarial americano por passar a admitir a condenação dos referidos administradores por descumprirem o dever de diligência, não pela falta de observância do dever de lealdade, por ausência de independência, ou pelo cometimento de fraude ou atos ilegais¹³⁵¹. Mas o referido aresto também criou contornos mais claros do que seria necessário para que se considere (des)cumprido o dever de diligência¹³⁵².

A mudança de interpretação gerou grande incômodo por simplesmente inexistir, até aquele momento, na jurisprudência de Delaware, hábito ou tradição de se condenar os *directors* a indenizar a companhia por descumprimento do dever de diligência¹³⁵³. Tal decisão, em tese, poderia ter como efeito a redução, por parte dos administradores, da vontade e da intenção de empreender e assumir riscos¹³⁵⁴. Por isso, poder-se-ia interpretar que a *business judgment rule* teria sua força reduzida¹³⁵⁵. Por fim, o aumento da burocracia para a plena observância do dever de diligência com

¹³⁴⁹ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 873.

¹³⁵⁰ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 887.

¹³⁵¹ SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19. RADIN, Stephen A. *The director's duty of care three years after Smith v Van Gorkom*. **Hastings Law Journal**, v. 39, n. 3, 1988, p. 707.

¹³⁵² SHU-ACQUAYE, Florence. *Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004, p. 19.

¹³⁵³ MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. *Trans Union reconsidered*. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988, p. 127.

¹³⁵⁴ FISCHER, Daniel R. *The business judgment rule and the Trans Union case*. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, pp. 1453-1454.

¹³⁵⁵ FISCHER, Daniel R. *The business judgment rule and the Trans Union case*. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, pp. 1453-1454.

base na referida decisão, teoricamente, pode encarecer e tornar mais lento o processo resolutivo¹³⁵⁶.

Não obstante tais críticas, a decisão no caso *Smith v. Van Gorkom* tem seus méritos. Em primeiro lugar, deixou bastante claro que o procedimento seguido pelos *directors* é mais importante do que propriamente o conteúdo das decisões tomadas para verificação do cumprimento do dever de diligência¹³⁵⁷, mesmo que não acabe com o requisito de existir um propósito negocial racional para as decisões tomadas no âmbito empresarial estarem protegidas pela *business judgment rule*¹³⁵⁸. Em segundo lugar, serve para reforçar a ideia de que, seguidos os procedimentos adequados, a intervenção estatal nas decisões empresariais será mantida sob controle, pois as regras agora são mais claras¹³⁵⁹. Em terceiro lugar, os *directors* estarão protegidos, desde que sigam o procedimento adequado¹³⁶⁰.

Com o caso *Smith v. Van Gorkom*, abriu-se espaço para o entendimento que, caso os administradores não se informem adequadamente *antes* de deliberar, o Poder Judiciário poderá afastar presunção protetiva da *business judgment rule*, mesmo que de maneira limitada, e até intervir e questionar as decisões empresariais efetivamente tomadas, bem como condenar os *directors* que não se educaram adequadamente de

¹³⁵⁶ WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985, p. 120.

¹³⁵⁷ FISCHER, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985, p. 1445. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000), p. 264.

¹³⁵⁸ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 12.

¹³⁵⁹ MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996, pp. 226-227. V., no mesmo sentido, HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law: searching for the optimal balance by understanding that the world is not**. [S.l.]: [s.n.], 2017, pp. 11-12. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

¹³⁶⁰ WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985, p. 125.

todos os fatos, direitos e obrigações correlatas acerca do objeto da própria deliberação¹³⁶¹.

Do caso propriamente dito, extrai-se que (i) os *directors* (e as decisões por eles tomadas) estariam protegidas caso, de boa-fé, tivessem se fiado em relatórios submetidos pelos *officers*¹³⁶²; e (ii) os *directors* não podem somente levar em consideração o valor de mercado das ações no momento da operação e confrontá-lo com o ágio a ser pago por potencial adquirente para afirmar que o preço oferecido aos acionistas seria justo, pois são necessários estudos adequados¹³⁶³.

Indo além da decisão no caso *Smith v Van Gorkom*, a *Delaware Supreme Court* estabeleceu no caso *Grobow v. Perot* que os *directors* deveriam, para plenamente cumprir o dever de diligência, (i) se informar a respeito das informações críticas *antes* de deliberar e aprovar a operação proposta; (ii) consultar e levar em consideração opiniões de *experts*; (iii) entregar os demais membros do *board* aviso prévio da reunião do referido órgão, incluindo a pauta; e (iv) inquirir, de maneira adequada, acerca das razões ou dos termos negociados¹³⁶⁴.

8.2.1.4 Ausência de abuso de poder discricionário e de desperdício de ativos empresariais, acompanhado de constatação da presença de racionalidade

A proteção da *business judgment rule* não se aplicará caso se constate abuso de poder discricionário por parte dos administradores. Conforme apontam William E. Knepper *et al*, mesmo que os *directors* tenham sido diligentes e não tenham interesse

¹³⁶¹ Observando-se que a lei societária de Delaware permite a limitação ou a total exclusão da responsabilidade de indenizar.

¹³⁶² *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 875.

¹³⁶³ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 875.

¹³⁶⁴ *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988), p. 191.

pessoal, caso uma decisão no âmbito empresarial seja considerada verdadeira aberração, pode, ao menos em teoria, não estar protegida pela *business judgment rule*¹³⁶⁵. Tal ideia foi afirmada tanto pela *Court of Chancery*¹³⁶⁶ quanto pela *Supreme Court*¹³⁶⁷, ambas de Delaware.

Segundo Stephen A. Radin, o abuso do poder discricionário, para estar caracterizado, deveria esbarrar na irracionalidade e, por isso, poder-se-ia inferir – sem se constatar explicitamente – haver má-fé ou fraude¹³⁶⁸. Note-se, contudo, conforme decidiu a *Court of Chancery* no caso *Gagliardi v. Tri Foods International*, que isso é muito pouco visto na prática, pois os tribunais são bastante reticentes em intervir nas decisões tomadas no âmbito empresarial¹³⁶⁹.

Além do requisito de não haver abuso de poder discricionário dos administradores, a *business judgment rule*, via de regra, não protegerá decisões dos administradores que representem desperdício de ativos empresariais¹³⁷⁰. A constatação de ter havido efetivo desperdício, contudo, exige prova de que a

¹³⁶⁵ KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-43.

¹³⁶⁶ *Gagliardi v. Tri Foods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87, pp. 1051-1052. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que “[t]here is a theoretical exception to this general statement that holds that some decisions may be so ‘egregious’ that liability for losses they cause may follow even in the absence of proof of conflict of interest or improper motivation”.

¹³⁶⁷ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 815. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* afirmou que “[h]owever, the mere threat of personal liability for approving a questioned transaction, standing alone, is insufficient to challenge either the independence or disinterestedness of directors, although in rare cases a transaction may be so egregious on its face that board approval cannot meet the test of business judgment, and a substantial likelihood of director liability therefore exists”.

¹³⁶⁸ RADIN, Stephen A. *The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors*. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 333-334..

¹³⁶⁹ *Gagliardi v. Tri Foods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87, p. 1052. A *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[t]he exception, however, has resulted in no awards of money judgments against corporate officers or directors in this jurisdiction and, to my knowledge only the dubious holding in this Court of *Gimbel v. Signal Companies, Inc.* [...], seems to grant equitable relief in the absence of a claimed conflict or improper motivation. Thus, to allege that a corporation has suffered a loss as a result of a lawful transaction, within the corporation’s powers, authorized by a corporate fiduciary acting in a good faith pursuit of corporate purposes, does not state a claim for relief against that fiduciary no matter how foolish the investment may appear in retrospect”.

¹³⁷⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate law*. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 126-128. FERRARA, Ralph C *et al. Shareholder derivative litigation: besieging the board*. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019, pp. 3-48; 3-52.

contraprestação recebida em relação a um contrato celebrado pela sociedade é absolutamente inadequada e desproporcional, de maneira que o negócio jurídico entabulado tenha ares de doação de ativos societários sem propósito empresarial válido¹³⁷¹. No caso *Saxe v. Brady*, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que o pagamento de honorários ao gestor de uma *investment company*, mesmo que bastante elevados, não poderia ser considerado desperdício de ativos empresariais por não discreparem muito do que corriqueiramente se praticava no mercado em situações similares¹³⁷². Mas, mais importante, no referido caso, a *Court of Chancery* decidiu que a análise a ser feita limita-se à verificação se a contraprestação aceita em um negócio jurídico é tão inadequada que ninguém ordinariamente, em uma decisão empresarial correta, aceitaria tais termos¹³⁷³.

Tal questão foi enfrentada no caso *Gimbel v. Signal*, em que a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que uma diferença muito grande entre o preço de venda do controle da Signal Oil & Gas Company e o valor de avaliação apresentado pelos autores do processo, no total de US\$ 281.000.000,00, seria significativa o suficiente para que se interferisse na decisão dos administradores, afastando-se a aplicação a presunção protetiva da *business judgment rule*, mesmo que os deveres

¹³⁷¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 126-127.

¹³⁷² *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962), pp. 609-612. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que “[w]here waste of corporate assets is alleged, the court, notwithstanding independent stockholder ratification, must examine the facts of the situation. Its examination, however, is limited solely to discovering whether what the corporation has received is so inadequate in value that no person of ordinary, sound business judgment would deem it worth what the corporation has paid. If it can be said that ordinary businessmen might differ on the sufficiency of the terms, then the court must validate the transaction. [...] A court is confronted with inherent difficulties in determining whether payments for services are “reasonable” or “excessive”. [...] Taking into account all the financial data contained in the record, can the court find that the challenged payments have in fact exceeded the range of reason? [...] Resolution of the question ultimately depends on the weight to be attributed to each of the very many economic factors argued to the court. In reaching its decision, the court is cognizant of the fact that the risk of non-persuasion rests with plaintiffs. [...] Based on the rate of payment alone, plaintiffs’ claim of excessiveness hardly seems conclusive. [...] Nevertheless, among these funds that rate is neither extraordinary nor uncommon. [...] I am of the opinion that under all the circumstances the rate paid to IMC must favor a finding of reasonableness”.

¹³⁷³ *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962), pp. 609-612. A *Delaware Supreme Court*, em *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988), p. 189, e *Michelson v. Duncan*, 407 A.2d 211 (Del. 1979), p. 224, apoia-se em ideias similares e confirma que cabe aos autores do processo demonstrar em suas alegações acerca do desperdício de ativos empresariais.

fiduciários dos *board members* tenham sido cumpridos¹³⁷⁴. Em *Emerald Partners v. Berlin*, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que a decisão de o *board of directors* aprovar concessão de garantias reais pela sociedade em prol exclusivo do seu *chief executive officer*, para que este obtivesse empréstimos pessoais, deveria ser revista¹³⁷⁵.

Não obstante tais decisões, a visão bastante rigorosa dos tribunais de Delaware torna raro que se aceite alegação feita pelos autores da ação de que tenha ocorrido desperdício de ativos empresariais¹³⁷⁶. Casos mais recentes deixam claro que é muito difícil que os tribunais de Delaware aceitem a teoria do desperdício (*waste*) de ativos empresariais. No aresto *Brehm v. Eisner*, decidido em 1998, um acordo para colocar fim ao contrato de um alto executivo (um *severance package*), em que se aceitou pagá-lo algo equivalente a mais de US\$ 140 milhões (aproximadamente US\$ 39 milhões em dinheiro e *stock options* com valor maior que US\$ 101 milhões), não se considerou haver desperdício de ativos empresariais¹³⁷⁷. Na decisão, a *Delaware Supreme Court* decidiu que o desperdício de ativos caracteriza-se notadamente por uma transferência de bens sem um propósito empresarial adequado, ou sem que exista contraprestação; não obstante, se a sociedade receber qualquer contraprestação substancial, acompanhada de

¹³⁷⁴ *Gimbel v. Signal Companies*, 316 A.2d 599 (Del. Ch 1974), pp. 615-616.

¹³⁷⁵ *Emeral Partners v. Berlin*, 1993 Del. Ch. Lexis 273 (1993), pp. 21-22.

¹³⁷⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 127. *Steiner v. Meyerson*, 21 Del. J. Corp. L. 320 (Del. Ch. 1995), pp 324-329. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[t]his is obviously an extreme test, very rarely satisfied by a shareholder plaintiff. The difficulty of this test does not reflect judicial laxity or sympathy, but rather reflects the law’s understanding of what rules will help promote wealth creating activity. If courts were permitted more freely to ‘second guess’ the terms of corporate contracts (on for example a ‘reasonableness’ ground) there would be a substantial disincentive created for officers and directors (especially directors who generally receive no incentive compensation) to approve risky transactions. [...] Absent an allegation of fraud or conflict of interest courts will not review the substance of corporate contracts; the waste theory represents a theoretical exception to the statement very rarely encountered in the world of real transactions. There surely are cases of fraud; of unfair self-dealing and, much more rarely negligence. But rarest of all - and indeed, like Nessie, possibly non-existent - would be the case of disinterested business people making non-fraudulent deals (nonnegligently) that meet the legal standard of waste!”.

¹³⁷⁷ *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000), p. 253.

entendimento de boa-fé que o negócio jurídico é bom para a companhia, não se entenderá que o acordo está maculado por *waste*¹³⁷⁸.

Por fim, para que a decisão empresarial esteja protegida pela *business judgment rule*, é também necessário que se constate a presença de racionalidade ou de um propósito comercial racional¹³⁷⁹. Tal requisito, decidiu a *Delaware Supreme Court* no caso *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, será suprido caso qualquer propósito comercial racional seja apresentado¹³⁸⁰.

8.2.1.5 Ausência de fraude ou ilegalidade

A proteção da *business judgment rule* não será aplicável caso se constate a ocorrência de fraude ou ilegalidade¹³⁸¹. No caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, a *Court of Chancery* de Delaware entendeu que, em caso de fraude ou ilegalidade, nem mesmo a ratificação posterior feita por *directors* que não tenham

¹³⁷⁸ *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000), p. 253. A *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[t]he judicial standard for determination of corporate waste is well developed. Roughly, a waste entails an exchange of corporate assets for consideration so disproportionately small as to lie beyond the range at which any reasonable person might be willing to trade. Most often the claim is associated with a transfer of corporate assets that serves no corporate purpose; or for which no consideration at all is received. Such a transfer is in effect a gift. If, however, there is any substantial consideration received by the corporation, and if there is a good faith judgment that in the circumstances the transaction is worthwhile, there should be no finding of waste, even if the fact finder would conclude ex post that the transaction was unreasonably risky. Any other rule would deter corporate boards from the optimal rational acceptance of risk, for reasons explained elsewhere. Courts are ill-fitted to attempt to weigh the ‘adequacy’ of consideration under the waste standard or, ex post, to judge appropriate degrees of business risk”.

¹³⁷⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 127-129. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-42.

¹³⁸⁰ *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (De. 1971), p. 720. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* afirmou que “[a] board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose. A court under such circumstances will not substitute its own notions of what is or is not sound business judgment”.

¹³⁸¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 124. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 124-126.

interesse direto no assunto será suficiente para proteger a decisão tomada no seio empresarial ou aqueles que participam do processo deliberatório¹³⁸².

Note-se que, em *Gagliardi v. TriFoods International*, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que um *director* não será pessoalmente responsabilizado por atos que ele não poderia saber serem ilegais, principalmente por se fiar em aconselhamento jurídico dado por advogado conhecedor do assunto¹³⁸³.

8.2.2 A relação entre o dever de informar e a *business judgment rule*

Conforme visto anteriormente¹³⁸⁴, o dever de informar é um dever fiduciário que tem como principal objetivo permitir que acionistas que precisem tomar determinadas decisões acerca de operação societária, normalmente envolvendo algum tipo de rearranjo que represente ou seja equivalente à troca de controle, tenham acesso amplo e irrestrito a todas as informações relevantes ao processo

¹³⁸² *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 2004 Del. Ch. Lexis 132 (Del. Ch. 2004), p. 31. Neste caso, a *Court of Chancery* afirmou que “[s]ection 144 of the Delaware General Corporation Law governs the validity of certain interested transactions. Section 144 provides that interested transactions are not void or voidable solely because they are between the corporation and a director or officer thereof if one of three requirements is met: 1) after full disclosure, a majority of disinterested directors of the board or an authorized committee thereof ratifies the transaction; 2) after full disclosure, a majority of the shareholders, in good faith, approve the transaction; or 3) the transaction is fair as to the corporation. Of course, if the transaction constitutes waste, illegality, fraud, or an ultra vires act, not even ratification by disinterested directors or anything less than a unanimous shareholder vote will protect the transaction, or those participating in it”. Note-se, contudo, que a *Court of Chancery*, no caso *State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp.*, 2000 Del. Ch. Lexis 170, pp. 47-48, elaborou mais a questão e expôs importante distinção ao afirmar que “[i]n this justification, Peerless essentially argues that the post adjournment ratification of Proposal 2 moots SWIB’s claims. In reviewing issues of ratification, Delaware law divides improper acts by the board into two separate categories, void acts and voidable acts. Void acts include those that are ultra vires, fraudulent, gifts or waste, and are legal nullities incapable of cure. Voidable acts are performed in the interest of the company, but beyond the authority of management, and are also cause for relief. If the shareholders ratify the voidable act after the fact, as opposed to the void act, the ratification cures the defect and relates back to moot all claims provided that the ratification was ‘fairly accomplished’”.

¹³⁸³ *Gagliardi v. Tri Foods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87, p. 11.

¹³⁸⁴ V. item 7.4.4 *supra*.

deliberativo¹³⁸⁵. Inicialmente, tal dever simplesmente exigia que os *directors* em situação de *self-dealing* teriam de entregar aos acionistas todas as informações relevantes para que o processo decisório se desse de maneira adequada¹³⁸⁶. Hoje, no entanto, conforme decidiu a *Delaware Supreme Court* no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, o dever de informar deve ser plenamente observado mesmo nas situações em que não exista *self-dealing*¹³⁸⁷. Note-se que, se existir situação de *self-dealing*, o dever de informar será elemento do de lealdade¹³⁸⁸. Se não houver situação de *self-dealing*, o dever de informar será considerado independente¹³⁸⁹. De qualquer maneira, se o dever de informar não for cumprido plenamente, constate-se ou não *self-dealing*, poderá haver responsabilização pessoal dos *directors*¹³⁹⁰. É importante ressaltar que a transparência deve ser ampla e irrestrita, de maneira a permitir que os acionistas ou *directors* que tenham de tomar decisão o façam de maneira adequada¹³⁹¹. Informações parciais ou incompletas, mesmo que verdadeiras, podem induzir a erro e devem ser evitadas a todo custo¹³⁹²⁻¹³⁹³.

Note-se, contudo, que a *business judgment rule* não protege os administradores em casos em que se alega descumprimento de dever de informar, não se aplicando a presunção preventiva, pois o Poder Judiciário tem o poder de

¹³⁸⁵ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, p. 1712. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 4-10.

¹³⁸⁶ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, p. 1712.

¹³⁸⁷ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370.

¹³⁸⁸ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370.

¹³⁸⁹ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370.

¹³⁹⁰ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), pp. 368-370.

¹³⁹¹ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), p. 376.

¹³⁹² *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998), p. 376.

¹³⁹³ Note-se, que, conforme decidido pela *Court of Chancery* de Delaware no caso *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), pp. 1127-1128, não é necessário que todas as informações existentes sejam entregues aos acionistas, mas somente as consideradas relevantes. Algo que seja meramente “informativo”, mas sem relevância, não está incluído no dever de informar.

intervir¹³⁹⁴. No caso *In re Anderson, Clayton Shareholders Litigation*, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que o fato de os acionistas não terem sido adequadamente informados não envolve propriamente uma decisão de cunho empresarial (uma *business judgment*)¹³⁹⁵. Em *Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, a *Court of Chancery* elabora um pouco mais tal entendimento e determina que não cabe aos *directors* determinar quais informações são relevantes e devem ser comunicadas aos acionistas; com efeito, cabe mesmo ao Poder Judiciário fazer tal determinação¹³⁹⁶. Em suma, quando se discutir descumprimento de dever de informar dos *directors* em relação aos acionistas da companhia, não se aplicará a *business judgment rule*.

8.2.3 A *business judgment rule* e os *officers*

Como visto neste trabalho, *directors* e *officers* devem cumprir de maneira semelhante os deveres fiduciários que lhes são inerentes¹³⁹⁷. Já em relação à *business judgment rule*, a jurisprudência de Delaware não deixa qualquer dúvida que

¹³⁹⁴ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule**: fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018, p. 1732.

¹³⁹⁵ *In re Anderson, Clayton Shareholders Litigation*, 519 A.2d 680 (Del. Ch. 1986), p. 689. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[i]n reaching this view of the probability of success, I place the burden upon plaintiffs to persuade me that the vote has a substantial risk of fundamental impairment. I have not, however, for two reasons, afforded to defendants the weighty presumption that the business judgment rule ordinarily accords to decisions of disinterested directors in running the corporate enterprise. First, and most importantly, the question whether shareholders have, under the circumstances, been provided with appropriate information upon which an informed choice on a matter of fundamental corporate importance may be made, **is not a decision concerning the management of business and affairs of the enterprise (8 Del.C. § 141(a)) of the kind the business judgment rule is intended to protect**; it is rather a matter relating to the directors' duty to shareholders who are technically outside of the corporation”.

¹³⁹⁶ *Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, 2000 Del. Ch. Lexis 42, p. 26.

¹³⁹⁷ V. Capítulo 7 *supra*.

as decisões de cunho empresarial tomadas pelos *directors* são, via de regra, por ela protegidas. Contudo, pairam dúvidas acerca da sua aplicabilidade aos *officers*¹³⁹⁸.

Levando-se em conta que a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos, parece ser bastante natural que ela proteja tanto as decisões empresariais tomadas por ambos *directors* e *officers* quanto os referidos administradores de, cumpridos os seus deveres, serem pessoalmente responsabilizados.”

Há, contudo, mais de uma visão sobre o assunto. Ao que parece, no que diz respeito à *business judgment rule* enquanto regra de governança, há menos controvérsia, pois o entendimento que prevalece é que a *atribuição* de poderes que se aplica aos *directors* deverá ser a mesma para os *officers*. Neste sentido, Lawrence A. Hamermesh e A. Gilchrist Sparks, III entendem que o exercício do poder discricionário dos *officers* deve ser similar ao dos *directors*¹³⁹⁹. Lyman P. Q. Johnson entende que a manutenção dos poderes discricionários dos *officers*, além de incentivar a tomada de riscos por parte de tais administradores, evita que o Poder Judiciário intrometa-se indevidamente em decisões que são essencialmente empresariais¹⁴⁰⁰. Stephen M. Bainbridge também opina no sentido de que a *business judgment rule*, enquanto regra de governança, deve ser aplicada também para manter o poder discricionário dos *officers*¹⁴⁰¹.

¹³⁹⁸ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 2-12 e 2-12.1.

¹³⁹⁹ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 865-866.

¹⁴⁰⁰ JOHNSON, Lyman P.Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, pp. 458-468. Note-se, contudo, que o referido autor explica que pode haver choque entre os poderes discricionários dos *directors* e dos *officers*, já que estes últimos agem por delegação daqueles. Assim, conclui o referido autor, quando ocorrer tal choque, deverá prevalecer o poder discricionário dos *directors*, inclusive por terem poder de supervisionar os trabalhos dos *officers*. De qualquer maneira, o referido autor não admite que outros (o Poder Judiciário ou os acionistas) intervenham nas funções dos *officers*, o que parece confirmar que a *business judgment rule*, enquanto regra de governança, deve ser aplicada também a tais administradores.

¹⁴⁰¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, pp. 138-139. Para o referido autor, a proteção do poder discricionário dos *officers* pode ser até mais importante para eles do que para os *directors*, já que aqueles tendem a ser mais avessos ao risco do que estes.

Dúvidas surgem, contudo, quando se olha para a *business judgment rule* como regra que protege os *officers* de responsabilidade pessoal por perdas sofridas pela companhia. Lyman P. Q. Johnson critica a utilização da *business judgment rule* como mecanismo para isolar os *officers* dos riscos da responsabilização pessoal, pois isso criaria incentivos econômicos indesejados para tais administradores¹⁴⁰². Assim, os *officers* deveriam ser responsabilizados por exercerem seus atos com culpa leve (*ordinary negligence*), não com culpa grave (*gross negligence*)¹⁴⁰³. Já para Lawrence A. Hamermesh e A. Gilchrist Sparks, III, que criticam o posicionamento de Lyman P. Q. Johnson, a proteção dada pela *business judgment rule*, quando aplicada aos *officers*, cria incentivos econômicos corretos, pois permite que tais administradores tomem risco no cumprimento de suas funções¹⁴⁰⁴. Note-se, contudo, que Lawrence A. Hamermesh e A. Gilchrist Sparks, III defendem que a atribuição de poderes aos *officers* não pode servir como justificativa para usurpar as atribuições legais e estatutárias dos *directors*¹⁴⁰⁵.

Resta saber, contudo, qual a visão da jurisprudência de *Delaware* a este respeito. Não obstante a interpretação dúbia de Stephen M. Bainbridge¹⁴⁰⁶, ou negativa trazida tanto por Lyman P. Q. Johnson¹⁴⁰⁷ quanto por William E. Knepper *et al*¹⁴⁰⁸ acerca da aplicabilidade da *business judgment rule* para proteger os *officers*, ao se analisar os arestos oriundos dos tribunais de *Delaware* ou mesmo de outros

¹⁴⁰² JOHNSON, Lyman P Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, pp. 458-468.

¹⁴⁰³ JOHNSON, Lyman P Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, pp. 445.

¹⁴⁰⁴ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, p. 872.

¹⁴⁰⁵ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, pp. 874-876.

¹⁴⁰⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004; . BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 138.

¹⁴⁰⁷ JOHNSON, Lyman P Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005, pp. 443-447.

¹⁴⁰⁸ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, pp. 2.12 e 2.14.

estados que interpretam o direito societário do Delaware, não resta dúvida que os *officers* também são pessoalmente protegidos pela aplicação da referida regra, conforme a visão de Lawrence A. Hamermesh e A. Gilchrist Sparks, III¹⁴⁰⁹ e Stephen A. Radin¹⁴¹⁰.

No caso *Kelly v. Bell*, de 1971, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que pagamentos feitos pela *United States Steel Corporation*, constituída em Delaware, mas com sede na Pensilvânia, a este último estado, decorrentes de uma negociação entre a referida sociedade e os legisladores estaduais, não foram ilegais e não gerariam responsabilização pessoal dos *officers* da companhia, já que os referidos administradores são salvaguardados pela *business judgment rule*¹⁴¹¹.

No caso *Kaplan v. Centex Corp.*, decidido em 1971, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que *officers* da Lomas Nettleton Financial Corporation, em operação de reorganização societária, que entregou participações em projetos imobiliários por valor irrisório ou sem contraprestação, estariam protegidos de responsabilidade pessoal, com base no precedente *Kelly v. Bell*¹⁴¹².

Em 1993, a *Delaware Supreme Court* confirmou tal entendimento no caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, ao afirmar que se os autores da ação não

¹⁴⁰⁹ HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005, p. 867-870.

¹⁴¹⁰ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, pp. 398-403.

¹⁴¹¹ *Kelly v. Bell*, 254 A.2d 62 (Del. Ch. 1969), p. 25. Neste julgado, a *Court of Chancery* afirmou que “[u]nder the circumstances of this case, and particularly in the absence of any suggestion of divided loyalty, the Rule is applicable to the executive officers of Steel who made the commitment to the communities and who authorized the payments to them. 3 Fletcher, *Cyclopedia, Corporations* (Perm.Ed.) § 1039. The commitment and the payments to the Allegheny County communities involved the exercise of a business judgment which will not be interfered with by this Court”.

¹⁴¹² *Kaplan v. Centex Corp.*, 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971), pp. 124-125. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware entendeu que “[a]pplication of the rule of necessity depends upon a showing that informed directors did, in fact, make a business judgment authorizing the transaction under review. And, as plaintiff argues, the difficulty here is that evidence does not show that this was done. There were director-committee-officer references to the realignment but none of these, singly or cumulatively, show that director judgment was brought to bear with specificity on the transactions. However, the decision of executive officers may also come within the Rule, *Kelly v. Bell* [...]. It probably does here, in the absence of any divided loyalty and in the light of subsequent ratification by the board of directors”.

conseguirem demonstrar que a presunção protetiva da *business judgment rule* deve ser afastada, sendo que a proteção abarca tanto *directors* quanto *officers*¹⁴¹³.

Conforme ensina Stephen A. Radin, um tribunal federal em Nova Iorque¹⁴¹⁴ e um outro estadual em Minnesota¹⁴¹⁵, ao interpretar o direito societário de Delaware, também entenderam que a *business judgment rule* deve ser aplicada para proteger tanto *directors* quanto *officers*.

Logo, com base nos precedentes jurisprudenciais emanados tanto de Delaware quanto de outros estados, mas com base no direito societário de Delaware, os *officers* recebem o mesmo tipo de proteção pessoal que os *directors* em relação à *business judgment rule*.

8.3 A ENTIRE FAIRNESS

Em determinadas situações, pode-se colocar de lado a presunção de que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários, criada pela *business judgment*

¹⁴¹³ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), pp. 361-362. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* decidiu que “[t]he rule operates to preclude a court from imposing itself unreasonably on the business and affairs of a corporation. [...] The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be ‘attributed to any rational business purpose.’ Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the outset to rebut the rule’s presumption. [...] If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments”.

¹⁴¹⁴ *Pereira v. Cogan*, 294 B.R. 449 (S.D.N.Y. 2003), NR 73. Neste caso, a *United States District Court*, do distrito sul de Nova Iorque, com base no direito societário de Delaware, entendeu que “[d]ecisions of officers also may be protected by the business judgment rule”.

¹⁴¹⁵ *Potter v. Pohlad*, 560 N.W.2d 389 (Minn. Ct. App. 1997). Neste caso, a *Minnesota Court of Appeals*, com base no direito societário de Delaware, decidiu que “[a] trust administrator brought suit against three corporate officers alleging violation of their fiduciary duties after the corporation was bankrupted by a failed acquisition and joint venture. The district court granted summary judgment in favor of the officers, ruling that they were protected by the business judgment rule. We affirm”.

*rule*¹⁴¹⁶. Para tanto, os autores do processo deverão narrar claramente o descumprimento do dever de diligência ou do de lealdade¹⁴¹⁷. Quando o tribunal entender que foram trazidos elementos suficientes que demonstrem descumprimento dos deveres dos administradores, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá a eles demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas, conforme decidiu a *Delaware Supreme Court* no caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*¹⁴¹⁸.

A análise judicial que se instaura a partir de então volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo de tomada de decisão por parte dos administradores¹⁴¹⁹. É bastante importante ressaltar que a análise, neste ponto, restringe-se a verificar se a decisão empresarial ou o negócio jurídico engendrado sustenta-se face a quaisquer terceiros que não sejam parte interessada (ou seja, alguém que negocie livremente e em padrões de mercado), pois o que se pretende é, unicamente, determinar se o Poder Judiciário deve abster-se ou intervir para anular¹⁴²⁰. Não é o momento adequado para se tentar apurar responsabilidade dos administradores, mas tão somente verificar se o poder discricionário deles foi exercido

¹⁴¹⁶ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 62 KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-44 e 2-45.

¹⁴¹⁷ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 3-8.

¹⁴¹⁸ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006), p. 52. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* decidiu que “[t]hose presumptions can be rebutted if the plaintiff shows that the directors breached their fiduciary duty of care or of loyalty or acted in bad faith. If that is shown, the burden then shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged act or transaction was entirely fair to the corporation and its shareholders”. V., ainda, no mesmo sentido, *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277 (Del. 2003), p. 287; *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, (Del. 2001), p. 91; e *Cinerama, Inc. V. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1162.

¹⁴¹⁹ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[i]f the presumption is rebutted, the board’s decision is reviewed through the lens of entire fairness, pursuant to which the directors lose the presumption of good business judgment, and where the Court more closely focuses on the details of the transaction and decision-making process in an effort to assess the fairness of the transaction’s substantive terms”.

¹⁴²⁰ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 65.

adequadamente¹⁴²¹. Assim, busca-se apurar se o realizado pelos administradores é justo e razoável¹⁴²².

Uma vez estabelecido que cabe aos administradores demonstrar que a decisão empresarial ou o negócio jurídico é completamente justo para a sociedade e para os seus acionistas, não bastará aos *directors* alegar que acreditavam exercer suas funções de maneira adequada. Com efeito, como decidiu a *Delaware Supreme Court* nos casos *Weinberger v. UOP, Inc.*¹⁴²³ e *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁴²⁴, os administradores deverão demonstrar que a decisão empresarial ou o negócio jurídico é fruto de “tratamento justo” (*fair dealing*) e tem “valor justo” (*fair price*).

Note-se, conforme a *Delaware Supreme Court* decidiu em ambos os casos, que um e outro - *fair dealing* e *fair price* - devem estar presentes, não sendo suficiente se constatar somente um deles¹⁴²⁵. Em *Weinberger v. UOP, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* explica que, para se verificar se houve “tratamento justo”, o Poder Judiciário deverá analisar o tempo da operação, como foi iniciada, estruturada, negociada, informada aos *directors*, e como a aprovação deles foi obtida¹⁴²⁶. Já para se constatar existir “valor justo”, o Poder Judiciário deverá levar em consideração os aspectos econômicos e financeiros da operação entabulada, incluindo-se todos os aspectos relevantes, a saber, ativos, preço de mercado, lucros, perspectivas futuras e outros elementos que possam afetar o valor intrínseco ou de mercado das ações da companhia¹⁴²⁷. Se os administradores não conseguirem demonstrar que a decisão

¹⁴²¹ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, , p. 65.

¹⁴²² KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-48.

¹⁴²³ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

¹⁴²⁴ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

¹⁴²⁵ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

¹⁴²⁶ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

¹⁴²⁷ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

empresarial tomada ou o negócio jurídico entabulado é completamente justo para a sociedade, o Poder Judiciário poderá anulá-lo e condenar os *directors* a indenizar¹⁴²⁸.

Ainda no caso *Weinberger v. UOP, Inc.*, outros aspectos importantes acerca da *entire fairness* podem ser extraídos. Primeiro, a *Delaware Supreme Court* confirma que, com base nos fatos e alegações trazidos pelos autores do processo, uma vez afastada a proteção da *business judgment rule*, passa-se à verificação se as decisões tomadas são completamente justas¹⁴²⁹. Especificamente, o negócio jurídico atacado foi uma reestruturação societária na forma de incorporação (*merger*)¹⁴³⁰. A princípio, quando uma operação for aprovada pela maioria dos acionistas minoritários, sem votos dos controladores que estariam em *self-dealing*, caberá aos autores do processo alegar fatos suficientes para afastar a proteção da *business judgment rule* e o tribunal decidir aplicar a *entire fairness*¹⁴³¹. As provas trazidas aos autos deixam claro que os acionistas minoritários não foram adequadamente informados acerca de todos os fatos relevantes antes de deliberarem e aprovarem a operação, o que colocou a companhia controladora, que também detém deveres fiduciários em relação à controlada e os seus respectivos sócios minoritários, em posição de descumprimento do dever de lealdade¹⁴³². Em decorrência do descumprimento do dever de lealdade, o acionista controlador (a The Signal Companies, Inc.) deveria demonstrar que o negócio jurídico entabulado seria completamente justo para a controlada (a UOP, Inc.) e seus respectivos acionistas¹⁴³³. Para ser considerado

¹⁴²⁸ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49.

¹⁴²⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 703.

¹⁴³⁰ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 703.

¹⁴³¹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 703.

¹⁴³² *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 710.

¹⁴³³ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), pp. 710-711. A *Delaware Supreme Court* decidiu que “[g]iven the absence of any attempt to structure this transaction on an arm's length basis, Signal cannot escape the effects of the conflicts it faced, particularly when its designees on UOP's board did not totally abstain from participation in the matter. There is no ‘safe harbor’ for such divided loyalties in Delaware. [...] The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts. [...] There is no dilution of this obligation where one holds dual or multiple directorships, as in a parent-subsidiary context. [...] The record demonstrates that Signal has not met this obligation”.

completamente justo, o negócio jurídico deveria ser fruto de *fair dealing* (tratamento justo), que inclui o dever de informar, e de *fair price* (valor justo)¹⁴³⁴. Em suma, um acionista controlador, notadamente ao comandar os dois lados da operação, deve ser leal à sociedade controlada e demais acionistas; descumprido o dever de lealdade, caberá ao controlador demonstrar que agiu em *entire fairness*, tanto procedimental quanto em relação ao valor oferecido¹⁴³⁵.

Por fim, é importante ressaltar que, mais recentemente, no ano de 2008, a *Court of Chancery* de Delaware, no caso *In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litigation*, restringiu a possibilidade de se responsabilizar pessoalmente os *directors* por descumprimento do dever de lealdade em casos que se aplique a *entire fairness* no lugar da *business judgment rule*¹⁴³⁶. Com efeito, neste caso, ao decidir aplicar a *entire fairness* no lugar da *business judgment rule*, a *Court of Chancery* de Delaware preferiu interferir na decisão tomada no seio empresarial, mudando a estrutura originalmente adotada para que se tornasse justa para todas as partes envolvidas¹⁴³⁷.

¹⁴³⁴ *Weinberger v. UOP. Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

¹⁴³⁵ SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013, p. 613.

¹⁴³⁶ *In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litigation*, C.A. No. 2808-VCS, 3022-VCS (Del. Ch. Sep. 19, 2008), pp. 75-76. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware decidiu que “MHR contends that a remedy of this nature is beyond the powers of this court of equity. I disagree. Our Supreme Court has emphasized the broad remedial power of this court to address breaches of the duty of loyalty. Reforming the Securities Purchase Agreement in this fitting and proportionate way is necessary to address the serious overreaching engaged in by MHR. In this regard, I note that the nature of this remedy makes it unnecessary to undertake at this time a director-by-director liability assessment. The entire fairness test is one designed to address a transaction's sustainability, against any party other than the interested party, the test is, in itself, not adequate to determine liability for breach of duty. For example, being a non independent director who approved a conflict transaction found unfair does not make one, without more, liable personally for harm caused. Rather, the court must examine that director's behavior in order to assess whether the director breached her fiduciary duties and, if a § 102(b)(7) clause is in effect, acted with the requisite state of mind to have committed a non-exculpated loyalty breach”.

¹⁴³⁷ *In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litigation*, C.A. No. 2808-VCS, 3022-VCS (Del. Ch. Sep. 19, 2008), pp. 75-76.

8.4 O ENHANCED SCRUTINY

Não obstante a *business judgment rule* ser, em tese, aplicável a todas as decisões empresariais tomadas pelo *board of directors*, os critérios para se proteger as deliberações poderão variar de acordo com o conteúdo propriamente dito¹⁴³⁸. Com efeito, conforme ensinam Bayless Manning e William E. Knepper *et al*, algumas decisões envolvem essencialmente as chamadas “questões empresariais” (“*enterprise issues*”), enquanto outras voltam-se para a “questões de direito de propriedade” (“*ownership claim issues*”)¹⁴³⁹. Enquanto aquelas voltam-se para questões relacionadas principalmente à atividade empresarial (o que, no Brasil, poder-se-ia dizer que são aquelas relacionadas ou próximas ao objeto social), estas avizinham-se aos assuntos voltados para o controle dos ativos empresariais em si¹⁴⁴⁰.

Em relação às *enterprise issues*, ensinam William E. Knepper *et al*, os tribunais de Delaware tendem a aplicar mais facilmente a *business judgment rule* e a proteger tanto os administradores quanto as decisões por ele tomadas, pois estão normalmente relacionadas aos riscos naturais do negócio¹⁴⁴¹. Já no que diz respeito às *ownership claim issues*, os tribunais de Delaware demonstram ser mais rigorosos para aplicar a *business judgment rule*, já que as decisões tomadas por administradores podem levar a perdas que não estão diretamente relacionadas aos riscos naturais do negócio, mas à possibilidade de os acionistas terem impacto negativo em seu patrimônio pessoal em decorrência de alterações normalmente

¹⁴³⁸ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49..

¹⁴³⁹ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p-49.

¹⁴⁴⁰ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5.

¹⁴⁴¹ KNEPPER, William E. *et al*. **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-50. SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013, p. 605.

relevantes e substanciais na estrutura societária ou de controle¹⁴⁴². Para Bayless Manning, neste último caso – nas *ownership claim issues* - os acionistas têm percepção psicológica diferente em relação às *enterprise issues*, principalmente por sentirem os impactos imediatos e de maneira a alterar conforme a vontade de terceiros – e não a própria - seus direitos de propriedade em relação aos investimentos detidos¹⁴⁴³. Assim, abre-se espaço para surgimento de um padrão intermediário de revisão judicial de decisões empresariais, adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais¹⁴⁴⁴. Tal padrão, que não é tão rigoroso quanto a *entire fairness*, surgiu como desdobramento direto da *business judgment rule* quando se tentou fazer uma aquisição hostil de controle de companhia aberta e a estratégia adotada pelos *directors* poderia levar ao “entrincheiramento” deles na companhia, um possível benefício pessoal que potencialmente representa conflito de interesses¹⁴⁴⁵.

O caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁴⁴⁶, decidido pela *Delaware Supreme Court*, em 1985, deu origem ao *enhanced scrutiny*¹⁴⁴⁷. Nele, a discussão que levou à luz o *enhanced scrutiny* está relacionada à *forma* como a Unocal Corporation defendeu-se de uma oferta hostil levada à cabo por Mesa Petroleum Co. para

¹⁴⁴² MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5-6.

¹⁴⁴³ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, pp. 5-6.

¹⁴⁴⁴ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, pp. 5A-7 e 5A-9. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-57.

¹⁴⁴⁵ SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013, pp. 608-609. SIEGEL, Mary. The problems and promise of "enhanced business judgment". **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, pp. 48-49. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-57.

¹⁴⁴⁶ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

¹⁴⁴⁷ SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013, pp. 608-609. SIEGEL, Mary. The problems and promise of "enhanced business judgment". **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, pp. 49-49. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-57.

aquisição de seu controle, considerada coercitiva para os acionistas¹⁴⁴⁸. Já que a oferta hostil não proporcionou alternativa aos acionistas (e por isso foi vista como coercitiva)¹⁴⁴⁹, o conselho de administração da Unocal Corporation determinou que a companhia fizesse uma oferta concorrente (uma *self-tender offer*) em relação àquela levada a cabo pela Mesa Petroleum Co., sem incluir as ações detidas pela ofertante hostil¹⁴⁵⁰. Assim, tal oferta concorrente seria discriminatória e, a princípio, ilegal¹⁴⁵¹⁻¹⁴⁵². Entretanto, em decorrência da natureza coercitiva da oferta feita pela Mesa Petroleum Co., a *Delaware Supreme Court* entendeu que a decisão de fazer uma oferta concorrente e discriminatória estaria dentro dos poderes decisórios do *board of directors* da Unocal Corporation, desde que tal órgão chegasse à conclusão que tal medida devesse ser adotada para defender os interesses dos acionistas, não para perpetuação dos próprios administradores em seus respectivos postos (havendo, então, potencial conflito de interesses)¹⁴⁵³. Note-se que, pelo que decidiu a *Delaware Supreme Court*, apesar de o *board of directors* ter poder discricionário amplo, é obrigação sua sopesar todas as questões vistas como importantes, inclusive em

¹⁴⁴⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁴⁹ Aos acionistas que aceitassem a oferta hostil seria pago um valor de US\$54,00 por ação, em dinheiro (a “front-end offer”). Aos que não aceitassem, seria feito, posteriormente, o resgate pelo mesmo preço, mas, no lugar de dinheiro, os acionistas receberiam, por meio de permuta, títulos considerados como *junk bonds* – no caso, debêntures subordinadas de emissão de uma terceira companhia – supostamente com o mesmo valor de mercado (esta parte da operação foi chamada de “back-end”). Os acionistas da Unocal Corporation viram-se “encurralados” e “forçados” a aceitar o valor de US\$54,00 a ser pago em dinheiro (caso contrário, no “back-end” culminariam por deter títulos de alto risco e com valor que poderia variar muito). Por isso, a oferta feita pela Mesa Petroleum Co. foi considerada coercitiva.

¹⁴⁵⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-224.

¹⁴⁵¹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁵² A oferta concorrente levada a cabo pela própria Unocal Corporation também incluía uma permuta de ações por outros valores mobiliários (títulos representativos de dívida da própria Unocal Corporation), pagando-se US\$72,00 por cada ação.

¹⁴⁵³ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

relação aos potenciais impactos que a decisão possa ter sobre as ações e os acionistas¹⁴⁵⁴.

Em decorrência de *potencialmente* existir conflito de interesses (já que poderiam tentar evitar a aquisição hostil para se perpetuar em seus cargos), a *Delaware Supreme Court* resolveu aumentar o rigor ao analisar o caso, não aplicando imediatamente a *business judgment rule* (apesar de também não determinar a utilização da *entire fairness*)¹⁴⁵⁵. Por isso, adotou (um então) novo padrão de revisão judicial das decisões tomadas por administradores de companhias abertas, que passou a ser chamado de “*enhanced scrutiny*”¹⁴⁵⁶, considerado como intermediário entre a *business judgment rule* e a *entire fairness*¹⁴⁵⁷.

¹⁴⁵⁴ LANE, Marc J. **Representing corporate officers, directors, managers and trustees**. New York: Wolters Kluwer, 2017, pp 7-28. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), pp. 955-956. Neste caso, a *Delaware Supreme Court* decidiu que “[i]n the board’s exercise of corporate power to forestall a takeover bid our analysis begins with the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders. [...] As we have noted, their duty of care extends to protecting the corporation and its owners from perceived harm [...]. But such powers are not absolute. A corporation does not have unbridled discretion to defeat any perceived threat by any Draconian means available. The restriction placed upon a selective stock repurchase is that the directors may not have acted solely or primarily out of a desire to perpetuate themselves in office. [...] The standard of proof established in *Cheff v. Mathes* [...], is designed to ensure that a defensive measure to thwart or impede a takeover is indeed motivated by a good faith concern for the welfare of the corporation and its stockholders, which in all circumstances must be free of any fraud or other misconduct. [...] A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed. [...] Examples of such concerns may include: inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on ‘constituencies’ other than shareholders [...], the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange. [...] It is now well recognized that such offers are a classic coercive measure designed to stampede shareholders into tendering at the first tier, even if the price is inadequate, out of fear of what they will receive at the back end of the transaction. [...] In adopting the selective exchange offer, the board stated that its objective was either to defeat the inadequate Mesa offer or, should the offer still succeed, provide the 49% of its stockholders, who would otherwise be forced to accept ‘junk bonds’, with \$72 worth of senior debt. We find that both purposes are valid. [...] However, such efforts would have been thwarted by Mesa’s participation in the exchange offer. [...] Thus, we are satisfied that the selective exchange offer is reasonably related to the threats posed. [...] Mesa contends that it is unlawful, and the trial court agreed, for a corporation to discriminate in this fashion against one shareholder. It argues correctly that no case has ever sanctioned a device that precludes a raider from sharing in a benefit available to all other stockholders”.

¹⁴⁵⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁵⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁵⁷ SIEGEL, Mary. The problems and promise of “enhanced business judgment”. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014, p. 48.

De acordo com tal padrão, caberá à administração demonstrar (i) que acreditava existir perigo para a própria companhia (o que pode ser evidenciado pela constatação que agiram de boa-fé e pela investigação dos fatos que se apresentaram durante a oferta hostil), e (ii) que a medida defensiva utilizada foi proporcional à ameaça existente¹⁴⁵⁸. Assim, chegou-se à conclusão de que uma ameaça coercitiva poderá tornar válida medida defensiva que discrimine de maneira supostamente ilegal os acionistas, desde que mantenha proporção em relação à ameaça feita pelo adquirente hostil¹⁴⁵⁹. O ônus de alegar e demonstrar os dois pontos recairá sob os ombros dos administradores, mas, uma vez obtida confirmação que os *directors* agiram adequadamente, aplicar-se-á a *business judgment rule*, dando-se ampla margem de manobra aos administradores; caso contrário far-se-á a revisão com base na *entire fairness*¹⁴⁶⁰.

No caso *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*¹⁴⁶¹, a *Delaware Supreme Court* também aplicou o *enhanced scrutiny*, mas de maneira um pouco diferente. Inicialmente, a Pantry Pride, Inc. (controlada pela MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.) demonstrou interesse em adquirir o controle da Revlon, Inc., que, por meio do seu *chief executive officer*, declinou veementemente¹⁴⁶². A Pantry Pride, Inc., então, ameaçou e fez uma oferta pública hostil (uma *hostile tender offer*) para aquisição de ações da Revlon, Inc.¹⁴⁶³. Esta, por sua vez, disposta a não permitir que aquela adquirisse o seu controle, utilizou um mecanismo de defesa apelidado de “poison pill” para combatê-la¹⁴⁶⁴. A utilização inicial do mecanismo de defesa foi considerada legítima pela *Delaware Supreme Court*, pois foi demonstrado que o *board*

¹⁴⁵⁸ FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, p. 5A-8.

¹⁴⁵⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁶⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009, pp. 211-214.

¹⁴⁶¹ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

¹⁴⁶² *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

¹⁴⁶³ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

¹⁴⁶⁴ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

of directors tinha preocupações genuínas acerca do futuro da companhia caso seu controle fosse adquirido pela Pantry Pride, Inc., além da possibilidade de os acionistas serem forçados a vender suas participações societárias por preço inadequado (abaixo do que poderiam alcançar em outras circunstâncias); assim, o dever de lealdade foi considerado cumprido¹⁴⁶⁵.

A disputa continuou e escalou até que a venda do controle da Revlon, Inc. tornou-se inevitável, inclusive com esta celebrando um acordo (um *lock up agreement*) com um terceiro considerado mais amigável, pacto este que impediria novas negociações com outras partes, inclusive com a Pantry Pride, Inc.¹⁴⁶⁶. Levando-se em conta que os *directors* da Revlon, Inc. decidiram permitir a venda de controle para o terceiro amigável, o dever deles passaria a ser o de obter o maior preço de venda, que seria mais benéfico para os acionistas¹⁴⁶⁷. A celebração do *lock up agreement* com o adquirente amigável precluiria a obtenção de preço mais elevado e foi considerada descumprimento do dever de lealdade por parte dos *directors*¹⁴⁶⁸.

¹⁴⁶⁵ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

¹⁴⁶⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

¹⁴⁶⁷ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182.

¹⁴⁶⁸ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), pp. 175-182. Neste caso, a Delaware Supreme Court decidiu que “[l]ockups and related agreements are permitted under Delaware law where their adoption is untainted by corporate director interest or other breaches of fiduciary duty. [...] While the business judgment rule may be applicable to the actions of corporate directors responding to takeover threats, the principles of care, loyalty, and independence upon which it is founded must first be satisfied. [...] ‘Poison pill’ plan which gave shareholders the right to be bought out by the corporation at a substantial premium upon the occurrence of a stated triggering event was a reasonable plan for adoption by board of directors in response to impending hostile takeover bid at a price which the board reasonably concluded was grossly inadequate. [...] When it became apparent that breakup of company was inevitable as result of takeover bids and the board of directors recognized that the company was for sale, board’s duties changed from the preservation of the company as a corporate entity to the maximization of the company’s value at sale for the stockholders’ benefits; directors’ role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company. [...] Concern for nonstockholder interest is inappropriate when there is in progress an auction among active bidders for the company and the object of the board of directors is no longer to protect or maintain the corporate enterprise but to sell it to the highest bidder. [...] No-shop provision adopted by a corporate board of directors in response to hostile takeover bid is impermissible when the board’s primary duty has become that of an auctioneer responsible for selling the company to the highest bidder. [...] Lockup agreement entered into by board of directors with one of two bidders or the corporation was a breach of the board’s fiduciary duties where the agreement to negotiate with only the one bidder ended, rather than intensifying, the board’s involvement in a bidding contest for the corporation”.

É importante ressaltar que, não obstante o *enhanced scrutiny* ter sido confirmado em casos posteriores, tais como *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*¹⁴⁶⁹ e *Paramount Communications v. QVC Network*¹⁴⁷⁰, sua aplicação é feita com parcimônia. Assim, conforme ensinam William E. Knepper *et al*, a utilização do *enhanced scrutiny* deve ser feita em situações raras e específicas, evitando-se a intromissão descontrolada, pelo Poder Judiciário, nas decisões tomadas pelo *board of directors*¹⁴⁷¹. Tais situações implicam em troca de controle, notadamente quando a maioria das ações com direito a voto são adquiridas por uma única pessoa ou entidade, ou um grupo pequeno e coeso agindo em conjunto, tendo como resultado diminuição relevante do referido direito daqueles que, após a conclusão da operação, tornam-se acionistas minoritários¹⁴⁷².

8.5 O CASO BLASIUS E A COMPELLING JUSTIFICATION

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma “questão empresarial” (“*entreprise issue*”), conforme significado dado por Bayless Manning e William E. Knepper *et al*¹⁴⁷³, mas a atuação do *board of directors*, ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões

¹⁴⁶⁹ *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140, 565 A.2d 280 (Del. 1989).

¹⁴⁷⁰ *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

¹⁴⁷¹ KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-59.

¹⁴⁷² KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-59.

¹⁴⁷³ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. *The Business Lawyer*, v. 41, n. 1, nov. 1985. KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49.

de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal¹⁴⁷⁴.

É o que se vê em *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*¹⁴⁷⁵. Neste caso, o *board of directors* tentou frustrar o exercício do direito de voto do maior acionista da sociedade, Blasius Industries, Inc., ao alterar, por sua própria conta, os *bylaws*, para aumentar o número de assentos disponíveis (o que é permitido do direito societário de Delaware). Assim, Blasius Industries, Inc., maior acionista da Atlas Corporation, que, antes da alteração do número de assentos, conseguiria eleger a maioria dos *directors*, não mais poderia fazê-lo¹⁴⁷⁶. É importante ressaltar que o *board of directors* agiu dentro dos poderes formais que lhe foram atribuídos pela lei, pelos próprios *bylaws* e pela lei societária de Delaware, mas, como indica Harry G. Hutchinson, o momento da referida deliberação foi no mínimo suspeito¹⁴⁷⁷. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware entendeu que, como a decisão tomada pelos *directors* tinha como resultado reduzir o poder de voto dos acionistas, os referidos administradores deveriam demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto, o que não se observou no caso, resultando na anulação da deliberação¹⁴⁷⁸.

É curioso que a *Court of Chancery* de Delaware, mesmo concluindo que os *directors* tenham agido nos melhores interesses da companhia e tentavam protegê-la, decidiu que o direito de voto dos acionistas não é algo que possa ser manipulado, principalmente por ser algo de extrema importância e um dos poucos que os sócios possuem em relação à sociedade¹⁴⁷⁹. Não obstante o *board of directors* ter analisado

¹⁴⁷⁴ MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

¹⁴⁷⁵ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998).

¹⁴⁷⁶ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 2572.

¹⁴⁷⁷ HUTCHINSON, Harry G. Director primacy and corporate governance: shareholder voting rights captured by the accountability/authority paradigm. **Loyola University Chicago Law Journal**, v. 36, n. 4, 2005, p. 1159.

¹⁴⁷⁸ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 2575.

¹⁴⁷⁹ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998), pp. 658-65. No referido caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[w]hile I am satisfied that the evidence is powerful,

a proposta de reestruturação societária feita pelos representantes do maior acionista, a Blasius Industries, Inc., e entendido não estar nos melhores interesses da companhia, não cabe ao seu *board of directors* tomar medidas para substituir a vontade dos sócios por sua própria¹⁴⁸⁰.

Enquanto a *business judgment rule* é tida como “deferential”, por dar amplas margem de manobra e poder discricionário ao *board of directors*, o padrão adotado no caso *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation* é justamente o oposto, altamente restritivo, “non-deferential”, nas palavras de Harry G. Hutchinson, o que pode colocar em risco a própria aplicação da *business judgment rule*. Mas, justamente por isso, é que a exigência de *compelling justification* pelos tribunais de Delaware é rara¹⁴⁸¹.

indeed compelling, that the board was chiefly motivated on December 31 to forestall or preclude the possibility that a majority of shareholders might place on the Atlas board eight new members sympathetic to the Blasius proposal, it is less clear with respect to the more subtle motivational question: whether the existing members of the board did so because they held a good faith belief that such shareholder action would be self-injurious and shareholders needed to be protected from their own judgment. On balance, I cannot conclude that the board was acting out of a self-interested motive in any important respect on December 31. [...] It acted, I conclude, in a good faith effort to protect its incumbency, not selfishly, but in order to thwart implementation of the recapitalization that it feared, reasonably, would cause great injury to the Company. The real question the case presents, to my mind, is whether, in these circumstances, the board, even if it is acting with subjective good faith [...], may validly act for the principal purpose of preventing the shareholders from electing a majority of new directors. [...] A per se rule that would strike down, in equity, any board action taken for the primary purpose of interfering with the effectiveness of a corporate vote would have the advantage of relative clarity and predictability. [...] The disadvantage it brings along is, of course, the disadvantage a per se rule always has: it may sweep too broadly. [...] In doing so, a per se rule was not applied. Rather, it was said that, in such a case, the board bears the heavy burden of demonstrating a compelling justification for such action”.

¹⁴⁸⁰ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998), pp. 662-663. No referido caso, a Court of Chancery concluiu que “[t]he board was not faced with a coercive action taken by a powerful shareholder against the interests of a distinct shareholder constituency (such as a public minority). [...] Moreover, here it had time (and understood that it had time) to inform the shareholders of its views on the merits of the proposal subject to stockholder vote. The only justification that can, in such a situation, be offered for the action taken is that the board knows better than do the shareholders what is in the corporation's best interest. [...] The theory of our corporation law confers power upon directors as the agents of the shareholders; it does not create Platonic masters. It may be that the Blasius restructuring proposal was or is unrealistic and would lead to injury to the corporation and its shareholders if pursued. Having heard the evidence, I am inclined to think it was not a sound proposal. The board certainly viewed it that way, and that view, held in good faith, entitled the board to take certain steps to evade the risk it perceived. [...] They are also entitled, in my opinion, to restrain their agents, the board, from acting for the principal purpose of thwarting that action. I therefore conclude that, even finding the action taken was taken in good faith, it constituted an unintended violation of the duty of loyalty that the board owed to the shareholders”.

¹⁴⁸¹ HUTCHINSON, Harry G. Director primacy and corporate governance: shareholder voting rights captured by the accountability/authority paradigm. *Loyola University Chicago Law Journal*, v. 36, n. 4, 2005, pp. 1125-1126. SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, v. 15, n. 3, 2013, p. 646.

PARTE IV - DIREITO BRASILEIRO

9 A DISCIPLINA DA ADMINISTRAÇÃO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO

9.1 INTRODUÇÃO

No capítulo anterior, estudou-se de maneira aprofundada como a *business judgment rule* e seus desdobramentos são vistos e aplicados pelos tribunais de Delaware.

Nos dois últimos capítulos deste trabalho será estudada a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos ao direito brasileiro. Especificamente neste nono capítulo, estudar-se-á a disciplina da administração no direito societário brasileiro.

A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá ser variada. Assim, a sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística¹⁴⁸². A divisão das funções administrativas em órgãos sociais distintos, como visto na estrutura dualística, é tendência que se vê em vários países, dentre os quais podem ser destacados Alemanha, Itália, Portugal e Estados Unidos da América, anteriormente tratados no presente trabalho¹⁴⁸³. A Lei nº 6.404/76 passou a admitir a coexistência do conselho de administração e da diretoria. Para as companhias abertas e as de capital autorizado¹⁴⁸⁴, bem como nas sociedades de economia mista, a

¹⁴⁸² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

¹⁴⁸³ V. Capítulos 6 e 7 *supra*.

¹⁴⁸⁴ Cf. artigo 138, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

coexistência tornou-se obrigatória¹⁴⁸⁵. Nas demais companhias, o conselho de administração é facultativo.

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação¹⁴⁸⁶, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras, pois seria inviável uma sociedade anônima existir sem alguém que a represente e conduza seus negócios¹⁴⁸⁷.

A Lei nº 6.404/76, prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores. Note-se, contudo, que, enquanto os deveres fiduciários no direito societário de Delaware são originados de construção jurisprudencial, no direito brasileiro são fruto de positivação de normas. Caso os administradores deixem de cumprir adequadamente seus deveres, poderão ser pessoalmente responsabilizados e suas decisões poderão ser objeto de disputa.

As empresas chamadas “estatais”, em que o Estado é detentor da maioria ou a totalidade do capital social, são fenômeno bastante comum ao redor do mundo¹⁴⁸⁸. A participação do Estado no capital de sociedades empresárias também é fenômeno observado no Brasil¹⁴⁸⁹. Note-se que, via de regra, as atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio. Mas a legislação brasileira determina que as empresas públicas e as sociedades de economia mista e

¹⁴⁸⁵ Cf. artigo 239 da Lei nº 6.404/76.

¹⁴⁸⁶ Cf. artigos 138, § 1º, e 144, ambos da Lei nº 6.404/76.

¹⁴⁸⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 331.

¹⁴⁸⁸ WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019, p. 2. OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 25-44.

¹⁴⁸⁹ OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 53-55.

suas subsidiárias sujeitam-se ao regime jurídico das empresas privadas. Aplicam-se à estatais, assim, regras similares às das empresas privadas no que diz respeito à governança, à atribuição de poderes e à responsabilidade de administradores.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais sete partes. Na próxima, estudar-se-á a estrutura de governança das companhias brasileiras. Após, será feito um estudo preparatório acerca dos deveres fiduciários a serem observados pelos administradores de companhias brasileiras. Na seção seguinte, será estudado o dever de lealdade conforme previsto na Lei nº 6.404/76. Após, estudar-se-á o dever de diligência. O regime de responsabilização de administradores é estudado na seção seguinte. O estudo do regime jurídico aplicável às empresas estatais será feito no item posterior.

9.2 VISÃO DA GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO BRASIL

A sociedade anônima é vista como a principal contribuição jurídica para o avanço econômico das nações, principalmente por permitir a aglutinação de grandes quantidades de capital e o exercício de inúmeras atividades de cunho empresarial¹⁴⁹⁰. Por sua importância natural, a sociedade anônima necessita de regras de governança adequadas, para que possa servir como instrumento de geração – e não destruição -

¹⁴⁹⁰ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1. COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, pp. 69-73. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. **Gower's principles of modern company law**. 10. ed. London: Sweet & Maxwell, 2016, pp. 10-18. BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Brunswick e London: Transaction Books, 1991, pp. 3-10. YALDEN, Robert *et al.* **Business organizations: practice, theory and emerging challenges**. 2. ed. Toronto: Emond, 2018, p. 127. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 8-10. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade anônima**. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003, pp. 15-16.

de riquezas. Este é o desafio enfrentado constantemente pelo direito societário brasileiro.

9.2.1 A administração das sociedades anônimas brasileiras

A estrutura de administração¹⁴⁹¹ da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia. Assim, a depender do caso, a sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística¹⁴⁹². Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, aquela, a monística, é resultado de “revolução gerencial”, inclusive podendo ser vista como mecanismo de exercício de poder, em que, de mandatários, os administradores passam a deter efetivo controle sobre os negócios empresariais¹⁴⁹³.

Já a dualística, não obstante permitir a segregação e maior especialização de funções entre administradores, nem sempre foi bem-vista entre autores brasileiros, tendo sido alvo de severas críticas, por exemplo, de Trajano de Miranda Valverde, que

¹⁴⁹¹ O vocábulo “administração” é utilizado, aqui, com o sentido restrito apontado por Paulo Fernando Campos Salles de Toledo. Segundo o referido autor, a “administração” pode ser vista sob sentido amplo (“[...] assembleia geral, diretoria, conselho de administração, conselho fiscal etc.”); ou em sentido estrito (“[...] diretoria e conselho de administração.”). SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 11-12.

¹⁴⁹² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

¹⁴⁹³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 13-14.

chamou o conselho de administração de “cancro das sociedades anônimas”¹⁴⁹⁴. Apesar das críticas de outrora, a divisão das funções administrativas em órgãos sociais distintos é tendência que se vê em vários países, dentre os quais podem ser destacados Alemanha, Itália, Portugal e Estados Unidos da América, anteriormente tratados no presente trabalho¹⁴⁹⁵. Com o advento da Lei nº 6.404/76, a adoção de dois órgãos de administração - conselho de administração e diretoria – tornou-se obrigatória nas companhias abertas e nas de capital autorizado¹⁴⁹⁶, bem como nas sociedades de economia mista¹⁴⁹⁷. Conforme aponta Marcelo Vieira von Adamek, o alinhamento do Brasil aos países que adotam dualidade de órgãos de administração deve ser visto como positivo, pois, além de permitir a especialização de trabalho dos administradores, abre espaço para renovação de tais profissionais nos quadros das companhias, o que não necessariamente se vê nas sociedades que adotam um único órgão¹⁴⁹⁸.

Passa-se, agora, à análise da estrutura e das funções do conselho de administração e da diretoria.

9.2.1.1 O conselho de administração

O primeiro ponto a ser ressaltado, como explicado acima, é que as sociedades anônimas brasileiras deverão necessariamente ter conselho de administração se

¹⁴⁹⁴ MIRANDA VALVERDE, Trajano de. **Sociedades por ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 1953. V., ainda, no mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 8-9.

¹⁴⁹⁵ V. capítulos 6 e 7 *supra*.

¹⁴⁹⁶ Cf. artigo 138, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

¹⁴⁹⁷ Cf. artigo 239 da Lei nº 6.404/76.

¹⁴⁹⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 18.

forem companhias abertas, tiverem capital autorizado ou forem sociedades de economia mista¹⁴⁹⁹. Nas demais, tal órgão é meramente facultativo¹⁵⁰⁰. A adoção de duplo regime (monístico e dualístico) é novidade trazida pela Lei nº 6.404/76, já que o Decreto-lei nº 2.627/40, não continha qualquer previsão acerca da existência do conselho de administração.

Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a novidade trazida pela Lei nº 6.404/76, é importante por elevar o Brasil ao rol dos países que criam arcabouço jurídico adequado às necessidades empresariais contemporâneas das sociedades por ações, segregando atividades deliberativas e de supervisão das de execução¹⁵⁰¹. Além disso, aponta o referido autor, o duplo regime adotado posiciona o Brasil “entre a rigidez germânica e a flexibilidade francesa”, o que teria colocado o direito societário pátrio em direção apropriada, pois exige, nos casos em que o legislador entendeu necessário, a adoção do referido órgão e, nos demais, dá aos acionistas a liberdade para escolher a estrutura de governança que entenderem ser mais adequada¹⁵⁰².

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente¹⁵⁰³. Em decorrência da maneira de deliberar, a

¹⁴⁹⁹ Cf. artigos 138, § 2º, e 239, ambos da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁰⁰ Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven, possuem visão um pouco diferente. Para os referidos autores, a utilização de conselho de administração é a regra, enquanto a exceção restaria em deixar de adotá-lo. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial – sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 809. V., no mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, p. 5.

¹⁵⁰¹ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 25.

¹⁵⁰² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 25.

¹⁵⁰³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 22. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial – sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, pp. 814-815. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações – a sociedade anônima – a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 406.

responsabilidade dos conselheiros de administração, que não é objetiva, é sempre coletiva, apesar de não ser solidária¹⁵⁰⁴.

Por não ser órgão executivo – mesmo fazendo parte da administração da companhia -, suas reuniões acontecerão de tempos em tempos, pois as atribuições do conselho de administração são, em boa parte, de orientação, supervisão e fiscalização, sendo poucas de caráter diretivo¹⁵⁰⁵. As atribuições¹⁵⁰⁶ do conselho de administração são, nos termos do artigo 142 da Lei nº 6.404/76, (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; (iii) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) convocar a assembleia geral quando julgar conveniente, ou, no caso do artigo 132; (v) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; (vii) deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; e (ix) escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

O conselho de administração, enquanto órgão da sociedade, localiza-se entre a assembleia geral e a diretoria¹⁵⁰⁷. De um lado, seus membros são eleitos pela

¹⁵⁰⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23.

¹⁵⁰⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 397.

¹⁵⁰⁶ Não obstante o artigo 142 da Lei nº 6.404/76 trazer o vocábulo “competete”, na opinião de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, trata-se de atribuição e não de competência. Enquanto esta está relacionada à medida de jurisdição, aquela está relacionada à alocação de poderes, deveres e responsabilidades. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 36-42.

¹⁵⁰⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 21.

assembleia geral¹⁵⁰⁸. De outro, é sua atribuição eleger os diretores da companhia¹⁵⁰⁹. Para Marcelo Vieira von Adamek, enquanto for dominado por acionistas que representem a maioria dos votos, o conselho de administração nada mais é do que verdadeiro *locus* em que são consolidados os poderes dos acionistas controladores¹⁵¹⁰.

Não se adotou, no Brasil, regime obrigatório de “cogestão” ou “codeterminação”, como existente no direito societário alemão, em que a participação de representante dos empregados torna-se obrigatória em sociedades que tenham determinadas características¹⁵¹¹. Contudo, nos termos do artigo 140, § 1º¹⁵¹², da Lei nº 6.404/76, o estatuto da companhia poderá determinar a participação no conselho de administração de representantes dos empregados.

Ademais, nos termos do § 2º do artigo 140, da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração das companhias abertas deverá ser composto, ao menos em parte, por membros independentes, conforme condições a serem estipuladas pela CVM¹⁵¹³.

Por fim, é importante ressaltar que, nos termos do § 3º do artigo 138, da Lei nº 6.404/76, não se permite que o mesmo administrador acumule os cargos de presidente do conselho de administração e o de principal executivo (diretor) da companhia¹⁵¹⁴.

¹⁵⁰⁸ Cf. artigo 122, II, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁰⁹ Cf. artigo 142, II, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵¹⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 21.

¹⁵¹¹ V. item 6.3.1.1 *supra*.

¹⁵¹² Numeração do parágrafo estipulada recentemente pela Medida Provisória nº 1.040/21, posteriormente convertida em lei.

¹⁵¹³ O referido § 2º foi adicionado ao artigo 140 da Lei nº 6404/76 pela Medida Provisória nº 1.040/21, posteriormente convertida em lei.

¹⁵¹⁴ Parágrafo recentemente adicionado pela Medida Provisória nº 1.040/21, posteriormente convertida em lei.

9.2.1.1.1 *Diferenças entre o board of directors do direito societário de Delaware e o conselho de administração brasileiro*

Não obstante terem, na prática, funções equiparáveis, o *board of directors* previsto na *Delaware General Corporation Law* e o conselho de administração brasileiro possuem diferenças importantes que precisam ser ressaltadas, notadamente para se analisar mais adiante a aplicabilidade da *business judgment rule* aos componentes de tal órgão e suas respectivas decisões. De fato, como já visto anteriormente¹⁵¹⁵, no direito societário do estado de Delaware, o *board of directors* é órgão obrigatório em todas as *corporations*¹⁵¹⁶. Já em relação às sociedades anônimas brasileiras, somente as companhias (i) abertas, (ii) com capital autorizado ou (iii) as sociedades de economia mista deverão necessariamente adotar o referido órgão¹⁵¹⁷. As atividades de administração executiva – inclusive de representação - nas *corporations* de Delaware, que precipuamente seriam alocadas no *board of directors*, são normalmente delegadas aos *officers (senior management)*, o que coloca o *board of directors* em função que mais se aproxima, na prática, a de órgão de supervisão, semelhante às atribuições do conselho de administração brasileiro. Já o conselho de administração brasileiro, que não pode delegar seus poderes, recebe poucas atribuições executivas e nenhum poder de representação, que é exclusivo da diretoria¹⁵¹⁸.

Nos termos da seção 209 (a) da *Delaware General Corporation Law*, desde que exista previsão expressa no *certificate of incorporation*, o *board of directors* terá poderes para alterar unilateralmente, independentemente de qualquer autorização

¹⁵¹⁵ V. item 7.2.1.1 *supra*.

¹⁵¹⁶ O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 155. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 85.

¹⁵¹⁷ Cf. artigos 138, § 2º, e 239, ambos da Lei nº 6.404/76.

¹⁵¹⁸ Cf. artigos 139 e 144 da Lei nº 6.404/76.

prévia ou ratificação de acionistas, os *bylaws* da sociedade¹⁵¹⁹. Já o direito brasileiro não possui qualquer tipo de previsão neste sentido e o estatuto social somente poderá ser alterado pelos acionistas nos termos do artigo 122, I, da Lei nº 6404/76.

9.2.1.2 A diretoria

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação¹⁵²⁰, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras, pois seria inviável uma sociedade anônima existir sem alguém que a represente e conduza seus negócios¹⁵²¹. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente, como se vê no conselho de administração. Os poderes da diretoria, de maneira geral e especificamente de cada diretor, são atribuídos legalmente e pelo estatuto social da companhia, nos termos dos artigos 143, IV e § 2º, e 144, todos da Lei nº 6404/76.

Note-se que, nos termos do *caput* do artigo 143 da Lei nº 6404/76, o referido órgão será composto de, no mínimo, um diretor, ficando a cargo dos acionistas

¹⁵¹⁹ A seção 109 (a) da *Delaware General Corporation Law* assim determina: “[t]he original or other bylaws of a corporation may be adopted, amended or repealed by the incorporators, by the initial directors of a corporation other than a nonstock corporation or initial members of the governing body of a nonstock corporation if they were named in the certificate of incorporation, or, before a corporation other than a nonstock corporation has received any payment for any of its stock, by its board of directors. After a corporation other than a nonstock corporation has received any payment for any of its stock, the power to adopt, amend or repeal bylaws shall be in the stockholders entitled to vote. In the case of a nonstock corporation, the power to adopt, amend or repeal bylaws shall be in its members entitled to vote. Notwithstanding the foregoing, any corporation may, in its certificate of incorporation, confer the power to adopt, amend or repeal bylaws upon the directors or, in the case of a nonstock corporation, upon its governing body. The fact that such power has been so conferred upon the directors or governing body, as the case may be, shall not divest the stockholders or members of the power, nor limit their power to adopt, amend or repeal bylaws”.

¹⁵²⁰ Cf. artigos 138, § 1º, e 144, ambos da Lei nº 6.404/76.

¹⁵²¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 331.

designar no estatuto social o número máximo¹⁵²². Não obstante a possibilidade de haver pluralidade de diretores, a diretoria, em si, não é considerada órgão de decisão colegiada, e as atividades gerenciais são normalmente exercidas individualmente por cada um dos referidos administradores, conforme designado no estatuto social¹⁵²³. Nos termos do artigo 144 da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976, caso o estatuto social silencie e o conselho não delibere sobre o assunto, tanto a prática de atos regulares de gestão quanto a representação da companhia caberão a qualquer diretor.

Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o artigo 143, § 2º, da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976, permite que o estatuto social estabeleça que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião colegiada. Note-se que esta é exceção à regra e não desnatura os poderes e funções normalmente exercidos individualmente pelos diretores. O que a lei faz é tentar dar maior segurança jurídica e proteção aos negócios empresariais da companhia, exigindo que mais de um diretor manifeste-se acerca de *determinadas* decisões e negócios jurídicos.

Como visto anteriormente¹⁵²⁴, algumas companhias terão necessariamente conselho de administração, enquanto, em outras, tal órgão será facultativo. Nas sociedades em que tal órgão não seja adotado, a eleição dos diretores ficará a cargo do conselho de administração¹⁵²⁵. Já nas companhias em que não se adotar conselho de administração, a eleição dos diretores ficará a cargo da assembleia geral¹⁵²⁶.

Por fim, é importante ressaltar que até um terço dos membros do conselho de administração poderão ser eleitos para cargos de diretores¹⁵²⁷. Tal norma, que restringe a liberdade de se escolher os componentes da diretoria da companhia tem

¹⁵²² É importante lembrar que, até a edição da Lei Complementar nº 182/21, que alterou a redação do referido artigo 143, a diretoria seria necessariamente composta por, no mínimo, dois diretores.

¹⁵²³ Cf. artigo 143, IV, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵²⁴ V. itens 9.2.1 e 9.2.1.1 *supra*.

¹⁵²⁵ Cf. artigo 142, II, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵²⁶ Cf. artigo 132, III, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵²⁷ Cf. artigo 143, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

razão de ser: se o órgão colegiado tem função de fiscalizar os trabalhos desenvolvidos pela diretoria, não faria sentido que todos os conselheiros pudessem participar do órgão executivo, pois a atividade de monitoramento certamente não seria levada a cabo adequadamente¹⁵²⁸. Note-se, contudo, que a participação de *alguns* membros na diretoria da sociedade poderá até mesmo ser salutar, conforme aponta José Waldecy Lucena, pois haverá maior coordenação entre os dois órgãos de administração¹⁵²⁹. Isso, no entanto, deve ser realizado com parcimônia para que se evite que o conselho de administração perca a isenção em suas decisões.

9.3 DEVERES FIDUCIÁRIOS

Assim como no direito societário de Delaware, a Lei nº 6.404/76, prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores¹⁵³⁰. Note-se, contudo, que, enquanto os deveres fiduciários no direito societário de Delaware são originados de construção jurisprudencial, no direito brasileiro são fruto de positivação de normas.

Os deveres fiduciários servem para impor padrão de comportamento aos administradores¹⁵³¹. As normas positivadas na Lei nº 6.404/76 tentam criar padrões abertos adequados de conduta na forma de *standards*¹⁵³². Os padrões são abertos

¹⁵²⁸ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 341-342.

¹⁵²⁹ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 341-342.

¹⁵³⁰ OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 267.

¹⁵³¹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 841. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 34. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, pp. 267-268.

¹⁵³² CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 841. Sobre as normas abertas

para servirem de contraponto às regras precisas, que são essencialmente fechadas, restritivas e pouco eficientes sob o viés econômico para regradar adequadamente o comportamento dos *agents*¹⁵³³. Regrar por completo o comportamento humano, notadamente no que diz respeito à administração das companhias, não seria factível ou mesmo adequado. Assim, basta que, *ex ante*, a lei enuncie um padrão de comportamento a ser seguido pelos administradores para que *ex post* o julgador – administrativo ou judicial – decida o seu conteúdo e verifique sua correta aplicação¹⁵³⁴.

Os autores do projeto de lei, que foi finalmente aprovado com alterações e positivado por meio da Lei nº 6.404/76, já sabiam da importância de se criar padrões abertos de comportamento de administradores, reforçando normas que já estavam presentes de maneira menos ostensiva no diploma legal que a antecedeu, o Decreto-lei nº 2.627/40¹⁵³⁵. De fato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira deixam claro que a seção que trata dos deveres e responsabilidades dos administradores é a de maior relevância em todo projeto de lei. Na visão dos referidos autores, o tratamento minucioso dado ao assunto no projeto de lei seria de enorme valor para defesa de minoritários por tornar efetiva a responsabilidade dos administradores.¹⁵³⁶

Os deveres fiduciários dos conselheiros de administração e diretores devem ser interpretados levando-se em conta que administrar é obrigação de meio, não de resultado¹⁵³⁷. Assim, a análise do cumprimento dos deveres dar-se-á com base mais

de conduta enquanto *standards* de determinante do comportamento dos administradores, v. item 2.3.1 *supra*.

¹⁵³³ V. item 2.3.1 *supra*.

¹⁵³⁴ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 35.

¹⁵³⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 243.

¹⁵³⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 243.

¹⁵³⁷ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1103. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 132-134. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60. BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 89.

no caminho a ser seguido do que propriamente o local a que se chegou. O que importa para que se proteja as decisões empresariais tomadas e os administradores não é o resultado obtido, mas o que se fez para chegar a tal resultado¹⁵³⁸. Logo, para que se verifique o cumprimento de deveres fiduciários não é necessário, por exemplo, que a sociedade aponte lucro ao final do exercício fiscal, mas que os melhores esforços para obtenção de superávit financeiro tenham sido empreendidos¹⁵³⁹. A importância disso resta no fato que, na obrigação de resultado, o ônus da prova recairá sobre os administradores; já na obrigação de meio, caberá a quem alega descumprimento provar o quanto arguir¹⁵⁴⁰. Como se verá mais adiante, tal dinâmica permite a aplicação da *business judgment rule* ao direito brasileiro¹⁵⁴¹.

Antes de se estudar especificamente os deveres fiduciários importantes à análise da aplicabilidade da *business judgment rule* ao direito brasileiro, há um último aspecto que merece ser mencionado: o artigo 145 da Lei nº 6.404/76, determina que as normas que se referem a requisitos, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se igualmente aos conselheiros de administração e aos diretores.

Parte-se, agora, à análise dos deveres fiduciários a que se submetem os administradores. Utiliza-se, aqui, por questões didáticas, a divisão dualística adotada

¹⁵³⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 132-134. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60.

¹⁵³⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 132-134. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60.

¹⁵⁴⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 132-134. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60.

¹⁵⁴¹ V. capítulo 10 *infra*.

por Luís Felipe Spinelli, que segrega os deveres fiduciários em dois grandes grupos – de diligência e de lealdade – sendo que os demais neles se inserem¹⁵⁴².

9.4 O DEVER DE LEALDADE E OS NEGÓCIOS JURÍDICOS CELEBRADOS SOB CONFLITO DE INTERESSES

A boa-fé é cláusula geral que permeia todo o ordenamento jurídico brasileiro e que determina que as pessoas devem, em suas relações jurídicas, comportarem-se honesta, correta, fiel e lealmente perante os demais¹⁵⁴³. Para José Romeu Garcia do Amaral, a boa-fé, ao manifestar-se como cláusula geral, supera o legalismo do positivismo jurídico, um modelo hermético e rígido, para que a ética passe a ter mais espaço nas relações jurídicas¹⁵⁴⁴. As cláusulas gerais, complementa José Romeu Garcia do Amaral, são enunciados de cunho jurídico, cujo teor não se põe de forma rígida, o que dá ao órgão judicante a possibilidade de adaptá-lo e tornar seu conteúdo preciso em cada situação específica¹⁵⁴⁵. Por óbvio, as cláusulas gerais dialogam muito bem com os padrões abertos (ou *standards*) já estudados neste trabalho¹⁵⁴⁶.

É curioso notar que, mesmo no direito civil, a boa-fé relaciona-se diretamente ao dever de lealdade¹⁵⁴⁷. Apresenta-se como verdadeiro limite à liberdade e cria certa

¹⁵⁴² SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 97. V., ainda, SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 69.

¹⁵⁴³ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 131.

¹⁵⁴⁴ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 137.

¹⁵⁴⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 137.

¹⁵⁴⁶ V. item 2.3.1 *supra*.

¹⁵⁴⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 137.

restrição à autonomia da vontade e ao exercício de direitos subjetivos¹⁵⁴⁸. A unificação entre obrigações civis e comerciais, conforme ensina Judith Martins-Costa, traz influências importantes ao direito empresarial, não obstante suas especificidades¹⁵⁴⁹. Isso fica claro em relação ao dever de lealdade societária que, conforme ensina José Romeu Garcia do Amaral, decorre diretamente da boa-fé¹⁵⁵⁰⁻¹⁵⁵¹.

Note-se que, para José Romeu Garcia do Amaral, a cláusula geral de boa-fé encontrada no artigo 422 do Código Civil deve também ser aplicada ao direito societário, inclusive em relação às sociedades por ações, na forma da *bona fides societatis*, principalmente pela natureza contratual das companhias¹⁵⁵². O referido autor deixa claro, no entanto, que a natureza contratual das sociedades difere da dos demais contratos, por existir clara finalidade comum¹⁵⁵³.

Não obstante José Romeu Garcia do Amaral focar seu estudo no dever de lealdade que os acionistas possuem enquanto sócios, os administradores também deverão observá-lo em relação à sociedade, como se extrai do artigo 155 e outros dispositivos encontrados na Lei nº 6.404/76. Tais dispositivos serão analisados a seguir.

¹⁵⁴⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 137.

¹⁵⁴⁹ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, pp. 283-285.

¹⁵⁵⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 131.

¹⁵⁵¹ É importante lembrar que, como visto no Capítulo 7 *supra*, no direito societário de Delaware, a boa-fé integra o dever de lealdade. Aqui, segundo os autores brasileiros citados neste item, o dever de lealdade é originário da cláusula geral de boa-fé.

¹⁵⁵² AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, pp. 134-135.

¹⁵⁵³ Segundo Tulio Ascarelli, a finalidade comum dos contratos de sociedade é intrínseca aos chamados “plurilaterais”. Já nos contatos bilaterais, em que se constate o sinalagma, os interesses são contrapostos, não havendo tal finalidade comum. ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, p. 394.

9.4.1 Dever de lealdade e o artigo 155 da Lei nº 6.404/76

O artigo 155 da Lei nº 6.404/76 é visto pela doutrina pátria como o dispositivo legal que rege o dever de lealdade dos administradores de sociedades anônimas brasileiras¹⁵⁵⁴. O referido dispositivo legal coloca sob o mesmo teto norma genérica na forma de um padrão aberto (*standard*) e algumas vedações expressas, configuradas como regras precisas¹⁵⁵⁵.

Em primeiro lugar, o *caput* do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, determina que os administradores devem ser leais à sociedade, mantendo-lhe reserva sobre os seus negócios. A importância de o administrador ser leal à companhia decorre diretamente da imprescindibilidade de não estar em posição de conflito de interesses¹⁵⁵⁶. Afinal, como afirma Osmar Brina Corrêa-Lima, o “homem não deve servir a dois senhores”¹⁵⁵⁷. Além disso, como ensina Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, o administrador deve trabalhar para a companhia, não se servir dela¹⁵⁵⁸. Da mesma

¹⁵⁵⁴ V., neste sentido, VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, pp. 460-464; CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, pp. 1128-1154. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 154-159. FRAZÃO, Ana. O conteúdo do dever de lealdade. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 914-916; SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 58-61; MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 578-585; LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 476-504; CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, pp. 851-853. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 272.

¹⁵⁵⁵ Sobre os padrões abertos (*standards*) e as regras precisas, v. item 2.3.1 *supra*.

¹⁵⁵⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 460.

¹⁵⁵⁷ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 71.

¹⁵⁵⁸ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 58.

maneira, o administrador deverá tomar as medidas necessárias para preservar os negócios empresariais e proteger a sociedade e suas respectivas atividades¹⁵⁵⁹.

Como apontado acima, além de determinar a aplicação de padrão aberto de lealdade, conforme se vê na primeira parte do *caput* do artigo 155¹⁵⁶⁰ da Lei nº 6.404/76, bem como o dever amplo de resguardar, proteger e preservar os negócios empresariais (ao que parece, outro *standard*), de acordo com o trecho seguinte do mesmo *caput*¹⁵⁶¹, o legislador também explicita três situações especificamente vedadas aos administradores (três regras precisas). Por meio de tal técnica, o legislador conjuga às situações especificamente vedadas (três regras precisas), dois padrões abertos, de caráter geral. Assim, ao conjugar os *standards* com as regras precisas, tais vedações especificamente mencionadas no artigo 155 da Lei nº 6.404/76, tornam-se, na verdade, meramente exemplificativas¹⁵⁶².

A primeira vedação trazida é a do item I do artigo 155 da Lei nº 6.404/76. Com efeito, o referido dispositivo veda aos administradores que usem, para benefício de terceiros ou próprio, mesmo que a sociedade não incorra em perda ou prejuízo, oportunidade de negócio que adquiriu conhecimento por meio do cargo que exerce. Segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a proibição do referido item I equivale à *corporate opportunity doctrine* do direito societário dos Estados Unidos da América e serve para “cortar o mal pela raiz”, de maneira a impedir que os administradores enveredem-se por caminhos indesejados¹⁵⁶³. Segundo Modesto

¹⁵⁵⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 460.

¹⁵⁶⁰ “O administrador deve servir com lealdade à companhia [...]”.

¹⁵⁶¹ “[...] e manter reserva sobre os seus negócios [...]”.

¹⁵⁶² CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 71. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 366. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 58. CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, pp. 1130-1131.

¹⁵⁶³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 58-59.

Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven¹⁵⁶⁴, Nelson Eizirik(EIZIRIK, 2011)¹⁵⁶⁵ e José Waldecy Lucena¹⁵⁶⁶, a *corporate opportunity doctrine* origina-se no caso *Guth v. Loft Inc.*, já estudado neste trabalho¹⁵⁶⁷.

A segunda vedação trazida é a do item II do artigo 155 da Lei nº 6.404/76. De fato, este dispositivo proíbe os administradores de se omitirem de exercer ou de proteger direitos da sociedade ou, com vistas à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, de não aproveitar oportunidades de negócio de interesse da sociedade. Aqui, diferentemente do item I, o descumprimento do dever dá-se por omissão, por deixar ativamente de exercer, proteger ou aproveitar algo de interesse da sociedade¹⁵⁶⁸⁻¹⁵⁶⁹.

A terceira vedação trazida é a do item III do artigo 155 da Lei nº 6.404/76. Neste caso, o que acontece é que o administrador coloca-se como parte interpоста

¹⁵⁶⁴ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 854.

¹⁵⁶⁵ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 367.

¹⁵⁶⁶ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 481-482.

¹⁵⁶⁷ V. item 5.3.2.2.8 *supra*.

¹⁵⁶⁸ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 461. MARTINS, Fran; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 582-583.

¹⁵⁶⁹ Tanto Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa quanto Fran Martins, Roberto Papini e José Waldecy Lucena entendem que o descumprimento à norma prevista na parte inicial do item II do referido artigo 155 (“omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia [...]”) seria, na verdade, falta de observância do dever de diligência, por ser verdadeira omissão. Ao que parece, contudo, tal interpretação está equivocada por motivo simples: a negligência relacionada ao dever de diligência, ao que parece, é a culposa, em que o administrador toma determinada decisão sem se informar adequadamente por desleixo, preguiça ou similares; já a omissão a que se refere o item II do referido artigo 155, ao que tudo indica, é a dolosa, pois o administrador já saberia que há direito da sociedade a ser exercido ou protegido, mas não o faz de vontade própria, onde se constata a intenção de chegar a determinado resultado. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 461. MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 919. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas - comentários à lei (artigos 1º a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 489.

em relação a dois negócios jurídicos¹⁵⁷⁰. No primeiro, o administrador adquire para si, no intuito de obter ganho, bem ou direito que saiba ser de interesse ou necessário à sociedade. No segundo, seu plano funcionando adequadamente, o administrador venderia tal bem ou direito para a sociedade, possivelmente com ganho. A vedação do item III, ao que parece, tem caráter dúplice: proíbe tanto adquirir quanto ter o intuito de ganhar às custas da sociedade. Isso normalmente se daria por motivo simples: o administrador normalmente tem acesso às mais importantes e sigilosas informações da sociedade, inclusive seus planos e estratégias; por isso, poderia se antecipar à sociedade e buscar ter ganho que deveria ser exclusivo da companhia¹⁵⁷¹.

Complementando o rol das três vedações exemplificativas já estudadas, o artigo 155 da Lei nº 6.404/76, traz, ainda, obrigações relativas ao sigilo de informações e à proibição ao *insider trading*¹⁵⁷². Em primeiro lugar, é importante ressaltar que as normas previstas nos §§ 1º a 4º do referido artigo 155 aplicam-se tão somente a companhias abertas, como especificamente designado no § 1º¹⁵⁷³. Em segundo lugar, cabe aos administradores zelar e guardar sigilo sobre as informações não públicas da sociedade, notadamente as que tenham sido obtidas em decorrência do exercício de cargo, desde que tais dados sejam capazes de influir de modo ponderável nos preços de negociação pública dos valores mobiliários da companhia¹⁵⁷⁴. Em terceiro lugar, as

¹⁵⁷⁰ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 485-486.

¹⁵⁷¹ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 59.

¹⁵⁷² Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, concentrar normas sobre dever de lealdade, sigilo de informações e proibição de prática de *insider trading* em um único artigo que deveria tratar somente do dever de lealdade parece desarrazoado. Segundo o referido autor, o dever de sigilo possui características específicas e acabou figurando como mero apêndice do dever de lealdade. Note-se, contudo, que é clara a influência do direito americano no brasileiro a este respeito, já que, nos Estados Unidos da América, a informação, por ser considerada um ativo empresarial, não pode ser utilizada indevidamente pelos administradores, o que poderá ser considerado descumprimento do dever de lealdade. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 58. V., ainda, neste sentido, GUBLER, Zachary J. Insider trading as fraud. **North Carolina Law Review**, v. 98, n. 3, 2020, p. 538; SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 100-103.

¹⁵⁷³ QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas**: estudo de casos. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 86.

¹⁵⁷⁴ Cf. artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

informações obtidas pelos administradores não podem ser utilizadas por eles para obtenção, para si ou terceiros, de vantagens (ganhos) em negociações no mercado secundário¹⁵⁷⁵. Em quarto lugar, os administradores deverão também zelar para que subordinados ou terceiros pratiquem os atos proibidos no § 1º¹⁵⁷⁶⁻¹⁵⁷⁷.

9.4.2 Dever de lealdade e outros dispositivos da Lei nº 6.404/76

É importante ressaltar que, não obstante somente o artigo 155 da Lei nº 6.404/76, estar sob o rótulo de “dever de lealdade”, ao que tudo indica, outros deveres previstos no referido diploma legal também deveriam ser assim classificados.

Marcelo Vieira von Adamek, por exemplo, menciona a vedação trazida pelo artigo 245 da Lei nº 6.404/76, que não permite que os administradores, em prejuízo da companhia, beneficiem sociedade coligada, controladora ou controlada; caso sejam cursadas operações entre elas, deverão estar em condições comutativas¹⁵⁷⁸.

O artigo 156 da Lei nº 6.404/76, também rege o dever de lealdade ao impor restrições em negócios jurídicos cursados sob conflito de interesses dos administradores¹⁵⁷⁹. De fato, ao lidar com a situação em que o administrador encontra-

¹⁵⁷⁵ Cf. artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁷⁶ Cf. artigo 155, § 2º, da Lei nº 6.40/76.

¹⁵⁷⁷ Há dois dispositivos encontrados nos §§ 3º e 4º, que contêm normas que não tratam diretamente de deveres fiduciários (inclusive o de lealdade) a serem observados pelos administradores. De fato, o § 3º traz norma acerca do direito que a parte prejudicada tem de ser indenizada em caso de prática de *insider trading*, ou seja, é regra de responsabilidade. Já o § 4º estende a proibição da prática de *insider trading* a qualquer pessoa que tenha tido acesso às informações sigilosas da sociedade, extrapolando os limites do círculo de administradores.

¹⁵⁷⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 157-159.

¹⁵⁷⁹ QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 90. SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pp. 43-48.

se em um contexto de *self-dealing*, emerge a preocupação relacionada à lisura e à fidelidade do administrador, e é sob o manto do dever de lealdade que tal dispositivo deve ser analisado¹⁵⁸⁰. Afinal de contas, se o administrador encontra-se em ambos os lados de uma negociação, muito dificilmente será totalmente independente para escolher o lado da sociedade que administra. Por isso que, como acima já exposto, o “homem não deve servir a dois senhores”¹⁵⁸¹.

Segundo Luís Felipe Spinelli, o aspecto importante para se determinar haver interesse conflitante é o administrador estar em posição em que o seu interesse pessoal o leve à conduta – culposa ou dolosa – que deságue em atuação que prejudique patrimonialmente a sociedade¹⁵⁸². Note-se, contudo, que, ao que parece, conduta meramente culposa está mais relacionada à negligência na execução de atos administrativos – e, por isso, mais próxima do descumprimento do dever de diligência – do que propriamente à vontade de tirar vantagem e benefício próprio às custas da sociedade. Logo, somente condutas dolosas devem ser consideradas para verificação de haver interesse conflitante em relação ao da sociedade.

Note-se que o padrão adotado pelo artigo 156 da Lei nº 6.404/76, é diferente do regime legal adotado anteriormente, nos termos do artigo 120 do Decreto-lei nº 2.627/40¹⁵⁸³, que considerava nulo o negócio jurídico celebrado entre a sociedade e seu administrador¹⁵⁸⁴. No atual regime, os negócios jurídicos executados por administradores conflitados são meramente anuláveis, o que representa dizer que podem ser convalidados por órgãos competentes da sociedade, desde que as

¹⁵⁸⁰ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 61.

¹⁵⁸¹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 71.

¹⁵⁸² SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 140.

¹⁵⁸³ “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”.

¹⁵⁸⁴ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 858.

condições negociais sejam razoáveis ou equitativas, inclusive que estejam em padrões de mercado, ou seja, em moldes similares aos pactuados por partes independentes¹⁵⁸⁵ ou, ainda, pela ocorrência da prescrição¹⁵⁸⁶.

Um outro aspecto relevante a ser mencionado acerca do *caput* do artigo 156 da Lei nº 6.404/76, está relacionado ao dever de informar. De fato, ao administrador não só é vedado intervir em qualquer negócio jurídico da sociedade em que tenha interesse conflitante, mas também não poderá tomar parte na deliberação colegiada que também esteja maculada por *self-dealing*, cabendo ao gestor informar aos seus pares e fazer consignar em ata de reunião de conselho de administração ou de diretoria o seu impedimento, incluindo-se a natureza e a extensão do interesse.

Além do dever de informar previsto no *caput* do artigo 156 da Lei nº 6.404/76, há outros previstos no artigo 157 do mesmo diploma legal. Assim, o administrador de companhia aberta está obrigado, ao assinar o termo de posse relativo ao seu cargo, a declarar “o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, de que seja titular”¹⁵⁸⁷. Além disso, o administrador de companhia aberta deverá informar à assembleia geral, desde que solicitado por acionistas que representem ao menos 5% do capital, uma série de informações, das quais destacam-se: (i) “o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior”¹⁵⁸⁸; (ii) “as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior”¹⁵⁸⁹; (iii) eventuais “benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do

¹⁵⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 858. SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 240-245.

¹⁵⁸⁶ V. artigo 179 do Código Civil.

¹⁵⁸⁷ Cf. artigo 157 da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁸⁸ Cf. § 1º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁸⁹ Cf. § 1º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76.

mesmo grupo”¹⁵⁹⁰; e (iv) “quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia”¹⁵⁹¹.

Por fim, é importante mencionar que as normas encontradas no artigo 154 da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre o que se convencionou chamar de “finalidade das atribuições e desvio de poder”¹⁵⁹², até pelo rótulo trazido pelo próprio texto da lei, integram, na verdade, o dever de lealdade.

Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹⁵⁹³ e Marcelo Vieira von Adamek¹⁵⁹⁴, o dever de cumprir as finalidades das atribuições tem caráter institucional, com função de orientar a atuação dos administradores para que cumpram o objeto social e com vistas a que os fins sociais sejam alcançados. Além disso, ressaltam os referidos autores, o “bem público” e a “função social da empresa” devem ser respeitados, sem se esquecer que o administrador deverá, sob todos os ângulos que se possa observar, levar em consideração os interesses da própria sociedade em primeiro lugar¹⁵⁹⁵. Em outras palavras, os administradores devem ser leais à companhia, mesmo que o bem público e a função social da empresa devam ser considerados. Trata-se claramente de um padrão aberto (*standard*) de comportamento a ser observado pelos administradores.

¹⁵⁹⁰ Cf. § 1º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁹¹ Cf. § 1º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76.

¹⁵⁹² V., por exemplo, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, p. 154; LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 453; SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 55, dentre inúmeros outros autores que adotam tal expressão.

¹⁵⁹³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 55.

¹⁵⁹⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 143.

¹⁵⁹⁵ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 55. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 143-144.

Ademais, ao se ler os §§ 1º, 2º e 3º do referido artigo 154¹⁵⁹⁶, mais regras diretamente relacionadas ao dever de lealdade são desfraldadas. O § 1º determina que o administrador, antes de levar em consideração os interesses dos acionistas que o elegeram, deve sempre considerar os da própria sociedade. Ademais, ao proibir, como se vê no § 2º do referido artigo 154, que se pratique ato de liberalidade às custas da companhia, ou que tome emprestado recursos ou bens da sociedade sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, não há dúvida que tais ordenamentos servem para que o administrador leve em consideração os interesses da empresa antes dos seus. Trata-se, assim, regras que compõem o dever de lealdade. Outra constatação importante a ser feita, como aponta Luís Felipe Spinelli, é que o § 2º do artigo 154 da Lei nº 6.404/76, traz regras precisas na forma de vedações, sendo que todas compreendem casos de proibições específicas que simplesmente proíbem, por completo, a participação do administrador conflitado¹⁵⁹⁷.

9.4.3 Dever de lealdade e conflito de interesses de acionistas

O dever de lealdade, por ser decorrente da cláusula geral de boa-fé encontrada no artigo 422 do Código Civil, que é aplicada ao direito societário na forma da *bona fides societatis*, principalmente pela natureza contratual das companhias,

¹⁵⁹⁶ “§ 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo. § 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea ‘c’ do § 2º pertencerão à companhia”.

¹⁵⁹⁷ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 190-207.

deve ser também observado pelos acionistas, segundo José Romeu Garcia do Amaral¹⁵⁹⁸.

Segundo Erasmo Valladão Azevedo e Novaes¹⁵⁹⁹, Fábio Konder Comparato¹⁶⁰⁰ e Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁶⁰¹, as sociedades anônimas brasileiras encontram-se em regime duplo no que diz respeito ao interesse social, por apresentarem tanto características de serem contratuais quanto institucionais e, em caso de divergências entre os interesses privados dos acionistas (que denotam os traços contratuais) e os interesses da própria sociedades (que demonstram os atributos institucionais), aqueles devem ceder lugar a estes¹⁶⁰². Por isso, não há como se deixar de aplicar o dever de lealdade aos acionistas, que deverão votar sempre em prol o interesse comum de todos os sócios (no caso dos acionistas em geral), ou em proveito dos interesses institucionais (no caso dos controladores)¹⁶⁰³. De qualquer maneira, o referido regime duplo coloca os acionistas em dever de se comportar com boa-fé e, por conseguinte, lealmente perante a companhia¹⁶⁰⁴.

O artigo 115 da Lei nº 6.404/76, deixa claro que a lei em vigor adotou o referido duplo regime ao inicialmente determinar na primeira parte de seu *caput* que “[o] acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia”. Ato contínuo, na

¹⁵⁹⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, pp. 134-135.

¹⁵⁹⁹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 62-63.

¹⁶⁰⁰ COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer)**. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 85-86.

¹⁶⁰¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses (parecer)**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, pp. 13-15.

¹⁶⁰² GODKE VEIGA, Marcelo ; OIOLI, Erik Frederico. Convergence and divergence in capital market systems: the case of Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 18, 2017, pp. 358-360.

¹⁶⁰³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 62-63.

¹⁶⁰⁴ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, pp. 134-135.

¹⁶⁰⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 62-63.

segunda parte do *caput* do mesmo artigo é determinado que “[...] voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas” será considerado abusivo. Percebe-se claramente a adoção do duplo regime quando a lei determina que tanto o interesse da sociedade quanto o dos demais acionistas devem ser levados em consideração¹⁶⁰⁵. Aqui, como se nota, o legislador positiva mais um padrão aberto (*standard*), cujo conteúdo será determinado caso a caso pelo órgão julgante¹⁶⁰⁶.

Já o § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, utiliza a mesma técnica vista no artigo 155 do referido diploma legal e traz algumas regras específicas na forma de vedações. Novamente, para evitar risco de *underinclusion*¹⁶⁰⁷, o legislador já indica no *caput* do referido artigo 115 que os votos de todos os acionistas devem ser todos no interesse da própria sociedade e dos demais sócios. Mas, no § 1º, impõe duas vedações específicas e mais dois padrões abertos.

Assim, nos termos das vedações específicas, qualquer acionista não pode “[...] votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social¹⁶⁰⁸ e à aprovação de suas contas como administrador [...]”¹⁶⁰⁹. Já em relação aos dois padrões abertos, a parte final do § 1º do 115 da Lei nº 6.404/76, determina que os acionistas não podem votar “[...] em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

¹⁶⁰⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, pp. 246-247. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 62-63 e 88-89.

¹⁶⁰⁶ Assim, caberá ao julgador determinar o alcance de “interesse da companhia”, “vantagem a que não faz jus” e “prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

¹⁶⁰⁷ V. item 2.3.4 *supra*.

¹⁶⁰⁸ Observe-se, contudo, o disposto no § 2º do artigo 115, da Lei nº 6.404/76, que determina que “[s]e todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º”.

¹⁶⁰⁹ Cf. artigo 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

Note-se, contudo, que os dois padrões abertos trazidos na parte final do § 1º do 115 da Lei nº 6.404/76, são objetos de controvérsias. Para Luiz Gastão Paes de Barros Leães e José Waldecy Lucena¹⁶¹⁰, tanto a vedação referente ao benefício particular que o acionista possa obter quanto a proibição relativa ao interesse conflitante seriam, de fato, padrões abertos e seus conteúdos deverão ser apurados posteriormente¹⁶¹¹⁻¹⁶¹². Já Fábio Konder Comparato¹⁶¹³ e Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França¹⁶¹⁴, Fran Martins e Roberto Papini¹⁶¹⁵, Nelson Eizirik¹⁶¹⁶, entendem que a vedação referente ao benefício particular que o acionista possa obter não seria padrão aberto, mas efetiva regra precisa na forma de proibição de voto.

Note-se, contudo, que a controvérsia não para na doutrina. De fato, há acalorado debate, inclusive no âmbito da CVM, acerca do alcance do último ponto encontrado na parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 (interesse conflitante). O debate volta-se para a dicotomia interpretativa entre “conflito formal” e “conflito material”¹⁶¹⁷. Com efeito, o Colegiado da CVM, no Parecer de Orientação CVM nº 34/08, culminou por reverter jurisprudência consolidada de longa data ao

¹⁶¹⁰ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 1066.

¹⁶¹¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses (parecer)**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 26. O referido autor traz a seguinte divisão: há “vedação de voto” nos casos de voto do acionista em assembleia que (i) “[...] aprovar o laudo de avaliação de bens como que concorrer para a formação do capital social [...]” e (ii) “[...] aprovar suas contas como administrador”. Já nos demais casos (benefício particular e interesse conflitante como o da sociedade), trata-se de “conflito de interesses”, cuja apuração deverá ser feita casuisticamente e não proibido de antemão.

¹⁶¹² É importante ressaltar, contudo, que Luiz Gastão Paes de Barros Leães também expõe opinião divergente, em que entende que nas deliberações em que o acionista possa se beneficiar de modo particular, também seria caso de proibição de voto, não situação de conflito de interesses. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia**. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Novos pareceres**. São Paulo: Singular, 2018, p. 631.

¹⁶¹³ COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer)**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 58.

¹⁶¹⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 94-96.

¹⁶¹⁵ MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 398.

¹⁶¹⁶ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, p. 654.

¹⁶¹⁷ GODKE VEIGA, Marcelo ; OIOLI, Erik Frederico. Convergence and divergence in capital market systems: the case of Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 18, 2017, p. 358.

incluir todos os votos sob conflito de interesses no rol de proibições do § 1º do referido artigo 115¹⁶¹⁸.

No Parecer de Orientação CVM nº 34/08, o Colegiado da CVM parece se perder um pouco e culmina por se contradizer na interpretação da lei. Em primeiro lugar, declara não haver “[...] maior polêmica quanto à existência de uma terceira hipótese de impedimento de voto, qual seja, aquela relativa às deliberações que puderem beneficiar o acionista ‘de modo particular’”¹⁶¹⁹. Em outras palavras, o Colegiado da CVM diz ser pacífico que, se o acionista puder se beneficiar de modo particular, estará claramente proibido de votar, sendo desnecessária análise do caso concreto. Mas, logo na sequência, afirma que “[...] é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”¹⁶²⁰. Ora, se hipoteticamente é difícil distinguir “benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”, ao que parece, o referido órgão deveria analisar caso a caso para afirmar se os votos foram dados de maneira abusiva, ou seja, tais normas deveriam ser

¹⁶¹⁸ Cf. Parecer de Orientação CVM nº 34/08. Nesta decisão, o Colegiado da CVM assim declarou: “[a] polêmica ocorre na análise dos casos concretos, pois não há um critério objetivo unânime que distinga hipóteses ‘que puderem beneficiar [o acionista] de modo particular’ e hipóteses em que o ‘interesse [do acionista seja] conflitante com o da companhia’ (§ 1º do artigo 115). Parcela da doutrina jurídica entende que, nesta última hipótese, é possível que o voto seja dado e, posteriormente, seja analisada a sua validade. Em resumo, é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que, em caso de benefício particular, o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses” (p. 1). Além disso, o Colegiado da CVM assim afirmou que: “[e]m situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade, cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembleia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia” (p. 4).

O que se pode claramente extrair deste caso é que, não obstante o próprio Colegiado da CVM declarar ser difícil distinguir situações de benefício particular das de conflito de interesses, ao que parece, o referido órgão não agiu corretamente, pois simplesmente considerou – mesmo sem apurar adequadamente – ter havido benefício pessoal e proibir que o acionista interessado votasse independentemente de qualquer apuração efetiva de perda por parte dos minoritários.

¹⁶¹⁹ Cf. Parecer de Orientação CVM nº 34/08, p. 1.

¹⁶²⁰ Cf. Parecer de Orientação CVM nº 34/08, p. 1.

consideradas padrões abertos (*standards*) e cujo alcance seria determinado *ex post* pelos julgadores. A solução trazida pela CVM, por meio do Parecer de Orientação CVM nº 34/08, parece ser pouco adequada, pois embasa-se mais em motivos do que justificativas técnicas¹⁶²¹; como se verá mais adiante, isso não parece ser benéfico e leva à insegurança jurídica.

9.5 O DEVER DE DILIGÊNCIA

O outro grande dever fiduciário previsto na Lei nº 6.404/76, é o de diligência¹⁶²². Segundo Renato Ventura Ribeiro¹⁶²³ e Flávia Parente¹⁶²⁴, “diligência” tem significado próximo dos de zelo e de cuidado. Assim, o administrador deve sempre agir de maneira informada¹⁶²⁵. Não obstante, a verificação do exato conteúdo e do alcance, inclusive no que diz respeito às sociedades anônimas, não é considerada tarefa simples e, via de regra, ocorre casuisticamente¹⁶²⁶. Assim, a lei brasileira não

¹⁶²¹ Sobre a utilização de motivos e justificativas técnicas, v. o item 2.3.2 *supra*.

¹⁶²² CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1097. Segundo o referido autor, o principal dever fiduciário, de maior abrangência e que se desdobra nos demais, nos termos da Lei nº 6.404/76 é o de diligência. V., ainda, EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 3, 2011, p. 153; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 61; QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 25; CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 55 e 65, que entendem que o dever básico dos administradores é o de diligência.

¹⁶²³ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 207.

¹⁶²⁴ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 37.

¹⁶²⁵ OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 269.

¹⁶²⁶ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 349. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 65. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

determina de antemão o conteúdo preciso do dever de diligência¹⁶²⁷. Por isso, o dever de diligência foi positivado como um padrão aberto (*standard*) e não por meio de regras precisas, no mesmo modelo visto em Delaware, e que claramente é economicamente eficiente¹⁶²⁸.

O dever de diligência, conforme positivado no artigo 153 da Lei nº 6.404/76¹⁶²⁹, adotou padrão similar ao visto no artigo 116, § 7º, do Decreto-lei nº 2.627/40¹⁶³⁰, mantendo o arquétipo do "*bonus pater familias*" da tradição do direito romano¹⁶³¹.

O padrão de dever de diligência escolhido pelo legislador e positivado por meio da Lei nº 6.404/76, sofreu várias críticas. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, por exemplo, critica o fato de o artigo 153 da Lei nº 6.404/76, ter deixado de exigir padrões mínimos de experiência na condução de negócios empresariais, já que a atividade de administrar empresas é cada vez mais complexa e demanda conhecimentos específicos¹⁶³². Fran Martins e Roberto Papini fazem crítica similar e apontam que deveria o legislador dar mais ênfase às peculiaridades profissionais ou

¹⁶²⁷ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 349.

¹⁶²⁸ Sobre padrões abertos e regras precisas, v. itens 2.3.1 e 2.3.4 *supra*. V., ainda, EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 349. SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 104.

¹⁶²⁹ "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".

¹⁶³⁰ "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".

¹⁶³¹ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 244. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 121. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei (artigos 121 a 188)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 447. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 37. SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016, p. 145.

¹⁶³² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, p. 55, 1999.

técnicas dos administradores, o que harmonizaria os 153 e 152¹⁶³³, ambos da Lei nº 6.404/76¹⁶³⁴.

Note-se que, para Modesto Carvalhosa, o direito brasileiro já exigiria, com base no artigo 152 da Lei nº 6.404/76, que os administradores tenham como atributo “competência profissional específica”, materializada na forma de formação escolar e experiência¹⁶³⁵. Curiosamente, no entanto, não é isso que o referido artigo 152 determina. De fato, ao que parece, o referido artigo 152 admite o oposto, pois determina que a assembleia geral da sociedade fixe a remuneração dos administradores levando em conta, dentre outras coisas, a competência e a reputação do gestor, ou seja, se sua qualificação for menor, sua remuneração também deverá ser.

O entendimento de Modesto Carvalhosa é criticado por José Waldecy Lucena, para quem simplesmente adicionar atributos não previstos em lei, por si só, não tornará o administrador mais competente ou apto a exercer suas atividades profissionais e conduzir os negócios empresariais¹⁶³⁶. Aliás, tal interpretação, complementa José Waldecy Lucena, repeliria gestores eficientes que somente tiveram formação profissional prática, como o Barão de Mauá, considerado um dos maiores homens de negócio de todos os tempos no Brasil¹⁶³⁷.

Marcelo Vieira von Adamek coloca-se ciente de tal discussão, mas entende ser de menor importância, pois importaria menos a qualificação pessoal dos

¹⁶³³ “Art. 152 – A assembleia geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado”.

¹⁶³⁴ MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 572.

¹⁶³⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, p. 266.

¹⁶³⁶ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 450.

¹⁶³⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 450.

administradores e o padrão adotado do que propriamente a aplicação do *standard* em si¹⁶³⁸.

Ao explicar os parâmetros para mensuração do cumprimento do dever de diligência, Eduardo Salomão Neto expõe que o comportamento dos administradores será comparado à conduta “do cidadão médio cumpridor de seus deveres”¹⁶³⁹. O papel a ser assumido pelos administradores, continua o referido autor, de “homem ativo e probo”, seria padrão mínimo de conduta, o que colocaria a sociedade em si, bem como os seus acionistas e outros *stakeholders*, em posição de demandar dos gestores mais do que o padrão mínimo sempre que tais profissionais tenham capacidades que ultrapassem as de um dirigente comum¹⁶⁴⁰. Não está claro, contudo, se o referido autor coloca tal parâmetro para determinar se o administrador deixou de cumprir o dever de diligência para que se possa alocar sob seus ombros a obrigação de pessoalmente indenizar, ou para permitir que terceiros interfiram na administração da sociedade¹⁶⁴¹. No entanto, não se pode olvidar que a lei exige somente que o comportamento do administrador seja o que razoavelmente se espera de outros profissionais em situações semelhantes, como aponta Marcelo Vieira von Adamek¹⁶⁴². Por isso, complementa Marcelo Vieira von Adamek, o grau de diligência esperado é o ordinário, não o excepcional, desde que tal dever fiduciário tenha sido exercido de maneira profissional¹⁶⁴³.

¹⁶³⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

¹⁶³⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016, p. 145.

¹⁶⁴⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016, p. 146.

¹⁶⁴¹ Eduardo Salomão Neto afirma que “[...] o padrão abstrato de comportamento de ‘homem ativo e probo’ deve ser encarado apenas como *standard* mínimo de responsabilidade”. Não está claro se, por “responsabilidade”, o mencionado autor quer dizer algo similar a “para evitar responsabilidade pessoal” ou “padrão de comportamento”. SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016, p. 146.

¹⁶⁴² ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 124.

¹⁶⁴³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125. V., em sentido similar, LUCENA, José Waldecy.

Note-se que, mesmo aceitando que o grau de diligência almejado seja o ordinário, poder-se-á esperar mais ou menos da conduta do administrador no que diz respeito (i) à atividade exercida pela sociedade; (ii) aos meios oferecidos aos gestores; (iii) às condições e as circunstâncias em que as decisões empresariais são tomadas; dentre outros pormenores¹⁶⁴⁴. Apenas após tais informações tenham sido obtidas pelo julgador é que poderá se mensurar e determinar com maior precisão o que se espera do administrador em situações semelhantes¹⁶⁴⁵.

Note-se que há mais alguns aspectos importantes a serem ressaltados. Em primeiro lugar, o dever de diligência, no direito brasileiro, é obrigação de meio, não de resultado e claramente subentende risco¹⁶⁴⁶. Logo, pouco importa se a sociedade, ao final do exercício fiscal, apresenta lucro ou prejuízo¹⁶⁴⁷⁻¹⁶⁴⁸. Isso quer dizer que os administradores podem ter sido absolutamente cuidadosos no exercício de suas atividades, informando-se adequadamente, mas, mesmo assim, a sociedade tenha

Das sociedades anônimas – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 449.

¹⁶⁴⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

¹⁶⁴⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009., pp. 125-126.

¹⁶⁴⁶ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 50. RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 210-211 e 246. SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 111. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60.

¹⁶⁴⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 133. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 59-60. BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 89.

¹⁶⁴⁸ Para Renato Ventura Ribeiro, no entanto, erros graves de gestão poderão caracterizar comportamento culpável se se constatar imperícia ou imprudência. O referido autor explica, ainda, que os erros graves de gestão são os decorrentes de “omissões inoportunas ou com risco desproporcional e contrárias à lei estatuto ou ao interesse social, como a convivência ou omissão com atos ilícitos de outros administradores [...] inclusive anteriores”. RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 230.

resultado deficitário¹⁶⁴⁹. Da mesma forma, os gestores podem ter sido irremediavelmente displicentes e negligentes no exercício de suas funções, mas, por motivos completamente alheios ao comportamento deles, a companhia consiga apresentar lucro¹⁶⁵⁰. Logo, prestar-se-á mais atenção ao caminho a ser seguido do que propriamente ao local a que se chegou, o que denota ser o dever de diligência meramente instrumental ou acessório¹⁶⁵¹. Perdas resultantes de decisões que posteriormente se demonstraram equivocadas (mas em que o exercício do dever de diligência foi adequado) não levarão à responsabilização pessoal dos administradores e não podem ser revistas posteriormente pelo Poder Judiciário, pois não é função do julgador revisar retrospectivamente as escolhas feitas pelos gestores¹⁶⁵². Caso contrário, toda decisão administrativa seria objeto de judicialização, o que é absolutamente indesejado no âmbito empresarial, pois transferiria o poder de gerir as empresas para o Poder Judiciário.

Isso não quer dizer que não possa haver uma relação entre obtenção de lucro e exercício adequado do dever de diligência. De fato, quando a lei exige que os administradores sejam diligentes, o que se pretende é que o façam na expectativa que isso gere resultado positivo ou, ao menos, que eventuais perdas sejam mitigadas. Mas, na prática, diligência e resultado são distintos.

Em segundo lugar, a análise é sempre feita *ex post* e em cada caso concreto¹⁶⁵³. Note-se, contudo, que a análise é posterior à tomada de decisão, mas isso, por si só, não autoriza que o julgador interferira no mérito da escolha feita pelo

¹⁶⁴⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 134.

¹⁶⁵⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 134.

¹⁶⁵¹ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 41. SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 111.

¹⁶⁵² ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

¹⁶⁵³ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1101. RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 164-166.

gestor ou que a altere¹⁶⁵⁴. A possibilidade de se interferir nasce do descumprimento do dever fiduciário (no caso, do de diligência), não do conteúdo da decisão tomada no seio empresarial.

Por fim, é importante ressaltar que a diligência a ser exercida compreende as seguintes condutas: informar-se, qualificar-se, participar, vigiar, buscar informações, investigar e intervir¹⁶⁵⁵.

9.6 O REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

Se, de um lado, a seção IV do capítulo XII da Lei nº 6.404/76, trata dos deveres dos administradores, do outro, contém as regras relacionadas à responsabilidade (e à ausência de responsabilidade) de tais profissionais. De fato, como indica Luiz Antônio de Sampaio Campos, enquanto os artigos 153 a 157 tratam dos deveres, o artigo 158 regula eventual obrigação de indenizar dos administradores¹⁶⁵⁶. Segundo o referido autor, tal maneira de se positivar regras tem a utilidade de mostrar aos gestores e ao exegeta da lei o caminho a ser seguido para que cumpram adequadamente seus deveres e não chamem para si responsabilidade pessoal, o que seria algo positivo acerca da lei societária brasileira¹⁶⁵⁷. Esta, inclusive, era uma das

¹⁶⁵⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

¹⁶⁵⁵ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 62. RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 221. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101-102. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 136.

¹⁶⁵⁶ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1085.

¹⁶⁵⁷ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009., p. 1085.

preocupações dos autores do anteprojeto legislativo que mais tarde tornou-se a Lei nº 6.404/76¹⁶⁵⁸.

Não obstante o legislador brasileiro ter positivado as regras relacionadas aos deveres e as responsabilidades dos administradores com certo detalhamento, ao que tudo indica, ao misturar padrões abertos (*standards*) e regras precisas, tentou dar eficiência econômica à gestão das companhias brasileiras, evitando-se o “engessamento” dos gestores e encorajando a assunção adequada de risco¹⁶⁵⁹. Por isso, explica Luiz Antônio de Sampaio Campos, o legislador decidiu rejeitar a imposição de responsabilização objetiva, mesmo que por ele tenha sido cogitada¹⁶⁶⁰. Assim, a Lei nº 6.404/76, traz, em seu bojo, regra de responsabilidade subjetiva dos administradores¹⁶⁶¹.

Note-se que, pelo que se extrai do texto legal, a escolha do legislador não foi no sentido de, logo no primeiro dispositivo que trata do assunto, impor responsabilidade pessoal aos administradores. De fato, seguindo modelo adotado no Decreto-lei nº 2.627/40¹⁶⁶², a primeira regra acerca da responsabilidade de

¹⁶⁵⁸ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, p. 1086. Segundo o referido autor, tal ideia se extrai do seguinte trecho encontrado na Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores”. V., neste sentido, LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 243.

¹⁶⁵⁹ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, pp. 1199-1200.

¹⁶⁶⁰ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009, pp. 1199-1200. Note-se que, para Gil Costa Carvalho, o administrador de sociedade empresária não age em nome próprio, mas representando o ente societário. Por isso, complementa o referido autor, não seria justo que o administrador assumisse riscos pessoais pelos negócios por ela empreendidos, mesmo que ele a represente. CARVALHO, Gil Costa. Capítulo XII - conselho de administração e diretoria. *In*: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva **Comentários às lei das sociedades por ações**. São Paulo: Resenha Universitária/Instituto dos Advogados de São Paulo, v. 4, 1978, p. 118.

¹⁶⁶¹ MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 595-596.

¹⁶⁶² “Art. 121. Os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão”.

administradores, encontrada na parte inicial do *caput* no artigo 158 da Lei nº 6.404/76 opera para isentá-los nos casos de ato regular de gestão¹⁶⁶³⁻¹⁶⁶⁴. Logo, trata-se claramente de dispositivo legal que exclui de antemão a responsabilidade do administrador que agiu de maneira adequada, independentemente do resultado de sua gestão. Logo, importa mais o caminho a ser seguido do que o lugar que se chega, como anteriormente explicado¹⁶⁶⁵.

É importante ressaltar que há discussão relevante acerca do alcance subjetivo da regra de isenção de responsabilidade prevista na parte inicial do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76. De um lado, Modesto Carvalhosa¹⁶⁶⁶ e Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven¹⁶⁶⁷ entendem, inicialmente, haver regra que não torna pessoalmente responsáveis os administradores por atos de representação e de gestão ordinária da companhia. Ato contínuo, contudo, afirmam que o regime de irresponsabilidade aplica-se tão somente aos diretores, já que os conselheiros de administração não possuem poderes para representar a sociedade, com base no

¹⁶⁶³ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”. V., neste sentido, GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Lições de direito societário: sociedade anônima**. São Paulo: Juarez de Oliveira, v. 2, 2005, pp. 210-211; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 75; SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 67; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 478; BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 89.

¹⁶⁶⁴ Além da primeira parte do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, que isenta de antemão os administradores de responsabilidade pessoal, o § 6º do artigo 159 do mesmo diploma legal também tenta mitigar o múnus indenizatório dos gestores. Contudo, este último dispositivo legal o faz de maneira diferente daquele outro, ao determinar que “[o] juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Assim, enquanto a primeira parte do *caput* do referido artigo 158 protege os administradores sem que seus atos sejam analisados, o § 6º do referido artigo 159 dá ao juiz o poder de excluir posteriormente a responsabilidade dos gestores.

¹⁶⁶⁵ V. item 8.2.2 *supra*.

¹⁶⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, p. 349.

¹⁶⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial – sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 875.

artigo 138, § 1º, da Lei nº 6.404/76, que restringe a representação da companhia aos seus diretores.

De outro lado, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹⁶⁶⁸, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro¹⁶⁶⁹, Marcelo Vieira von Adamek¹⁶⁷⁰ e José Waldecy Lucena¹⁶⁷¹, entendem que o regime de isenção de responsabilização previsto na parte inicial do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, aplica-se a todos os administradores. De fato, para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, o texto do *caput* do referido artigo 158 seria cópia singela, mas com alterações de estilo linguístico, do artigo 121, § 1º, do Decreto-lei nº 2.627/40, que, por sua vez, somente mencionava os diretores como administradores por falta de previsão legal acerca do conselho de administração¹⁶⁷². Contemporaneamente, continua o referido autor, a suposta restrição trazida pelo citado *caput* do artigo 158 seria insustentável, o que leva o exegeta a procurar no texto da própria lei interpretação que mais se harmonize com o atual regime¹⁶⁷³. Já que, prossegue o referido autor, os parágrafos do referido artigo 158, além de mencionar o administrador em seu significado mais amplo, para também incluir os conselheiros de administração, só se pode concluir que estes últimos também estariam protegidos pela regra de isenção de responsabilidade¹⁶⁷⁴. Por fim, o referido autor ainda explica que, além de não fazer sentido excluir os

¹⁶⁶⁸ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

¹⁶⁶⁹ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 478.

¹⁶⁷⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 213.

¹⁶⁷¹ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei (artigos 121 a 188)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, pp. 559-561.

¹⁶⁷² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

¹⁶⁷³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

¹⁶⁷⁴ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

conselheiros de administração da regra de isenção de responsabilidade, já que o dispositivo legal em comento aplica-se aos administradores em geral, o artigo 160 da Lei nº 6.404/76, expressamente determina que “[a]s normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”¹⁶⁷⁵.

Já José Waldecy Lucena ensina que, tendo em vista que a obrigação do administrador é de meio, não de resultado, e que a sua responsabilidade não se vincula ao sucesso da sociedade, os atos regulares de gestão mencionado no texto legal naturalmente vinculam tão somente à companhia, restando somente a ela arcar com eventuais perdas¹⁶⁷⁶. Egberto Lacerda Texeira e José Alexandre Tavares Guerreiro argumentam que os administradores – sem fazer qualquer distinção entre diretores e conselheiros de administração – agem como órgão societário, não em nome próprio, restando, assim, a companhia – não os gestores – responsáveis por obrigações eventualmente assumidas¹⁶⁷⁷. Finalmente, para Marcelo Vieira von Adamek, mesmo que os conselheiros de administração não tenham atribuição de representar ativa e passivamente a companhia, participam do processo deliberativo, o que dá azo ao questionamento acerca da responsabilização pessoal de tais administradores, que também não deveriam responder pela prática de atos regulares¹⁶⁷⁸.

Ao que parece, a técnica legislativa adotada em 1976, de se utilizar texto semelhante de dispositivo legal já em vigor sem o cuidado necessário e sem levar em consideração a conveniência, a utilidade e as especificidades no novo texto que se pretendia aprovar (especialmente no que diz respeito à possibilidade de se adotar

¹⁶⁷⁵ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

¹⁶⁷⁶ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 561.

¹⁶⁷⁷ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 478. V., no mesmo sentido, BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 89.

¹⁶⁷⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 213.

conselho de administração na estrutura da sociedade anônima), conduz a resultados ruins. Situação semelhante se viu mais recentemente, por exemplo, no artigo 1.134 do Código Civil¹⁶⁷⁹, que trata da sociedade estrangeira no Brasil. Com efeito, tal dispositivo legal, à semelhança do que aconteceu com o artigo 158 da Lei nº 6.404/76, é cópia com algumas adaptações do artigo 64 do Decreto-lei nº 2.627/40. Com a edição do Código Civil em janeiro de 2002, surgem interpretações restritivas – e, ao que parece, equivocadas - no sentido de que as sociedades limitadas não mais poderiam ter, em seu quadro societário, sócios que sejam de sociedades estrangeiras¹⁶⁸⁰.

Retornando ao *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, a adoção de texto similar ao encontrado no artigo 121, § 1º, do Decreto-lei nº 2.627/40, ao que parece, também pode levar a interpretação equivocada, principalmente se aplicado de forma isolada e literal, pois sua redação, à primeira vista, parece isentar de responsabilidade tão somente os diretores. Mas, note-se, além dos argumentos trazidos por Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹⁶⁸¹, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro¹⁶⁸², Marcelo Vieira von Adamek¹⁶⁸³ e José Waldecy Lucena¹⁶⁸⁴, principalmente aquele que explica que o administrador não age em seu nome, mas no da companhia, é importante ressaltar que o regime legal em vigor não aloca

¹⁶⁷⁹ “Art. 1.134. A sociedade estrangeira, qualquer que seja o seu objeto, não pode, sem autorização do Poder Executivo, funcionar no País, ainda que por estabelecimentos subordinados, podendo, todavia, ressalvados os casos expressos em lei, ser acionista de sociedade anônima brasileira”.

¹⁶⁸⁰ Alfredo Assis Gonçalves Neto deixa claro seu descontentamento com a literalidade do texto legal positivado, que supostamente somente permitiria às sociedades estrangeiras deter participação societária em território nacional nas anônimas. Para o referido autor, tal técnica legislativa é deficiente, sujeitando-se à interpretação não literal. GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, pp. 556-557.

¹⁶⁸¹ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 68.

¹⁶⁸² TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 478.

¹⁶⁸³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 213.

¹⁶⁸⁴ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei (artigos 121 a 188)**. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, pp. 559-561.

automaticamente, em qualquer gestor, responsabilidade pessoal pelo passivo ou perdas sofridas pela sociedade. Ao contrário, o regime legal automaticamente aplicável, independentemente de qualquer norma jurídica neste sentido, é o de isenção de responsabilidade. Veja-se, por exemplo, o Código Civil, que não traz nenhuma regra de isenção de responsabilidade de administradores de sociedades simples e limitada. Para que sejam pessoalmente responsabilizados, deve-se aplicar o artigo 1.016 do Código Civil, que determina que os administradores serão solidariamente responsabilizados “[...] por culpa no desempenho de suas funções”¹⁶⁸⁵⁻¹⁶⁸⁶.

Não se pode esquecer, ainda, do artigo 50 do Código Civil¹⁶⁸⁷, que trata da desconsideração da personalidade jurídica e imputação de responsabilidade nos sócios e nos administradores em determinadas situações. O referido artigo 50 deixa claro que a regra geral é a de isenção de responsabilidade pessoal e que tão somente nos casos de abuso de personalidade jurídica e confusão patrimonial é que o Poder Judiciário poderá determinar a desconsideração da personalidade jurídica para que

¹⁶⁸⁵ Mesmo que se recorra ao § 2º do artigo 1.011 do Código Civil, que remete às normas que regem o mandato (“Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato.”, ao se ler o artigo 667 do mesmo diploma legal, percebe-se que o mandatário somente poderá ser pessoalmente responsabilizado se agir com culpa (“O mandatário é obrigado a aplicar toda sua diligência habitual na execução do mandato, e a indenizar qualquer prejuízo causado por culpa sua ou daquele a quem substabelecer, sem autorização, poderes que devia exercer pessoalmente”).

¹⁶⁸⁶ Note-se que, mesmo em formas societárias empresárias tidas como “menores”, como a em nome coletivo, a em comandita simples e a comandita por ações, a alocação automática de responsabilidade nos administradores está diretamente relacionada, de maneira mais ou menos direta, ao fato de *também* serem sócios, conforme artigos 1.039 e 1.042 do Código Civil (no caso da sociedade em nome coletivo); 1.045, 1.047 e 1.051, Parágrafo Único, do Código Civil (no caso da sociedade em comandita simples); e 281 e 282 da Lei nº 6.404/76 (no caso da sociedade em comandita por ações). Ou seja, não é por serem administradores que serão automaticamente responsabilizados pelo passivo societário, mas por serem sócios e administradores.

¹⁶⁸⁷ “Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. § 1º Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza. § 2º Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: I – cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador, ou vice-versa; II – transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e III – outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial. § 3º O disposto no caput e nos §§ 1º e 2º deste artigo também se aplica à extensão das obrigações de sócios ou de administradores à pessoa jurídica. [...] § 5º Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica”.

os efeitos de algumas relações obrigacionais alcancem os bem pessoais dos administradores¹⁶⁸⁸.

A Lei nº 12.846/13, apelidada de “Lei Anticorrupção”, ao mesmo tempo que determina em seu artigo 2º¹⁶⁸⁹ a responsabilização objetiva das pessoas jurídicas por atos lesivos, no que diz respeito aos administradores, o artigo 3º, § 2º, dispõe que deverá ser apurada culpa¹⁶⁹⁰.

Logo, não resta dúvida que a parte inicial do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 não pode ser interpretada isoladamente e que existe um regime geral de presunção de irresponsabilidade pessoal de todos os administradores de sociedades anônimas, sejam eles diretores ou conselheiros, desde que em ato regular de gestão¹⁶⁹¹.

Inobstante a regra geral de isenção de responsabilidade, os itens I e II da parte final do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, trazem os casos em que será imputado ao administrador o *múnus* pessoal de indenizar. Tal responsabilidade, hoje vista como extracontratual ou aquiliana¹⁶⁹², determina que o administrador poderá encontrar-se em situação de ter de indenizar caso opere, (i) mesmo que dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo, ou (ii) em violação da lei ou do estatuto social, desde que, em

¹⁶⁸⁸ De maneira similar, o artigo 28 do Código de Defesa do Consumidor, que trata da desconsideração da personalidade jurídica no âmbito das relações de consumo, não traz regra de alocação automática de responsabilidade nos administradores, havendo clara presunção de isenção de responsabilidade.

¹⁶⁸⁹ “Art. 2º As pessoas jurídicas serão responsabilizadas objetivamente, nos âmbitos administrativo e civil, pelos atos lesivos previstos nesta Lei praticados em seu interesse ou benefício, exclusivo ou não”.

¹⁶⁹⁰ “Art. 3º A responsabilização da pessoa jurídica não exclui a responsabilidade individual de seus dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito. [...] § 2º Os dirigentes ou administradores somente serão responsabilizados por atos ilícitos na medida da sua culpabilidade”.

¹⁶⁹¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 211-212.

¹⁶⁹² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 42, 1981, p. 85. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 69. Resulta, daí, que as regras gerais de responsabilidade civil – notadamente as encontradas no Código Civil – serão aplicadas para a verificação da existência da obrigação de indenizar.

ambos os casos, sejam apuradas perdas efetivas¹⁶⁹³. Só então os administradores – diretores e conselheiros de administração - assumirão qualquer obrigação de indenizar.

Há corrente que interpreta que, enquanto o item I do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, equivaleria ao artigo 159 do Código Civil de 1916¹⁶⁹⁴ (similar ao *caput* do artigo 927¹⁶⁹⁵ e ao artigo 186¹⁶⁹⁶, ambos do atual Código Civil), em que há necessidade de se verificar se houve culpa ou dolo do agente¹⁶⁹⁷, o item II do referido artigo 158 seria de outra natureza.

Uma das interpretações dadas ao item II do referido artigo 158 é que o administrador assumiria responsabilidade objetiva de indenizar em caso de simples violação da lei ou do estatuto social. Neste sentido, Modesto Carvalhosa entende que pouco importa ter o administrador agido com culpa ou dolo, pois o elemento psicológico não prepondera na apuração da responsabilidade do gestor¹⁶⁹⁸. Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven complementam tal pensamento e

¹⁶⁹³ Cf. artigo 158, da Lei nº 6.404/76.

¹⁶⁹⁴ “Art. 159. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência, ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar o dano. A verificação da culpa e a avaliação da responsabilidade regulam-se pelo disposto neste Código, arts. 1.518 a 1.532 e 1.537 a 1.553”.

¹⁶⁹⁵ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

¹⁶⁹⁶ “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

¹⁶⁹⁷ V., neste sentido, SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 68-70; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 42, 1981, pp. 77-78; FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, v. n. 26, 1977, pp. 45-46.

¹⁶⁹⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 354-357.

apontam que a violação da lei ou do estatuto social seria ilícito de natureza formal, pouco importando haver qualquer resultado econômico ou de outro tipo¹⁶⁹⁹.

Ao que tudo indica, tal interpretação não merece prosperar. O regime geral de responsabilização por ato ilícito¹⁷⁰⁰ no Brasil exige que três pressupostos estejam presentes para que uma pessoa se encontre na posição de ter de indenizar por dano causado. Tais pressupostos são diretamente aplicáveis ao regime de responsabilização dos administradores de sociedades anônimas¹⁷⁰¹. De fato, para que o administrador seja chamado a indenizar, deverá (i) o gestor ter levado a cabo a conduta antijurídica comissiva ou omissiva; (ii) se constatar um dano sofrido pelo lesado (via de regra, a própria sociedade¹⁷⁰²); e (iii) existir relação de causa e efeito entre a conduta antijurídica e o dano causado (chamado de nexo de causalidade)¹⁷⁰³. Se não se pode vincular um dano real a uma conduta antijurídica, não há como se responsabilizar o administrador.

Eventual responsabilidade objetiva decorreria tão somente de texto expresso de lei, como se vê, por exemplo no caso do artigo 40 da Lei nº 6.024/74, que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial das instituições financeiras¹⁷⁰⁴. O

¹⁶⁹⁹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial – sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 883.

¹⁷⁰⁰ Ou seja, responsabilidade extracontratual ou aquiliana.

¹⁷⁰¹ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das S.A. comentada e anotada**. 6. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 683-684. BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 92. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 210.

¹⁷⁰² Note-se, entretanto, nos termos do artigo 159, § 7º, da Lei nº 6.404/76, que o “acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador” também poderá propor ação de indenização contra os gestores. V., neste sentido, SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 78.

¹⁷⁰³ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das S.A. comentada e anotada**. 6. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 683-684. BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 92. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 210.

¹⁷⁰⁴ O artigo 25 da Lei 4.595/64 determina que “[a]s instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas”. Isso representa

referido artigo determina que os administradores – conselheiros de administração e diretores - de instituições financeiras são solidariamente responsáveis pelo passivo da sociedade assumido durante o período em que se mantiveram em seus respectivos cargos, independentemente de culpa ou dolo^{1705- 1706-1707}. Já o item II do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, não traz em seu texto qualquer responsabilidade solidária ou semelhante¹⁷⁰⁸. Logo, a interpretação de Modesto Carvalhosa e Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven não se apresenta correta.

dizer que o regime geral de responsabilidade dos administradores previsto na Lei nº 6.404/76 cede espaço para aquele previsto na Lei 4.595/64. Portanto, o regime de responsabilidade objetiva e solidária deste último texto legal é o que prevalece para as instituições financeiras privadas no Brasil, principalmente por se tratar de lei especial.

¹⁷⁰⁵ “Art. 40. Os administradores de instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações por elas assumidas durante sua gestão, até que se cumpram”.

¹⁷⁰⁶ V., neste sentido, SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020, pp. 752-763; SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. Liquidação extrajudicial de instituições financeiras: alguns aspectos polêmicos. **Revista de Direito Mercantil**, n. 60, 1995, pp. 24-38. V., em sentido oposto, WAISBERG, Ivo. **Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, pp. 139-141; WALD, Arnoldo. A culpa e o risco como fundamentos da responsabilidade pessoal do diretor do banco. **Revista de Direito Mercantil**, n. 24, 1976, pp. 24-29.

¹⁷⁰⁷ A Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, é um excelente exemplo a ser explorado. Enquanto seu artigo 40 coloca os administradores de instituições financeiras em posição de responder solidariamente por todo o passivo da sociedade assumido durante o período em que se mantiveram em seus respectivos cargos (e por isso a interpretação de que a responsabilidade seria objetiva), o artigo 39 do mesmo diploma legal claramente trata da responsabilidade subjetiva dos administradores e membros do conselho fiscal dos bancos, pois expressamente determina que o múnus de indenizar decorre de atos “[...] que tiveram praticado ou omissões que houverem incorrido”. Ou seja, para a responsabilidade objetiva, a lei fala em *solidariedade*, enquanto para a subjetiva, menciona *atos ou omissões*.

¹⁷⁰⁸ Note-se que até mesmo se cogitou reforma legislativa para que a disciplina jurídica da responsabilização pessoal dos administradores de companhias abertas fosse reformada e passasse para o regime objetivo. Neste sentido, v. EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade objetiva de administrador de cia. aberta? *In*: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de; LEITE, Leonardo Barém **40 anos da lei das S.A.: experiências, estórias e homenagens**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 155-156. Neste texto, o referido autor relata que, enquanto diretor da CVM, nos anos de 1986 a 1988, encampou projeto de remodelar tanto a lei quanto as normas infralegais relacionadas ao mercado de capitais. Uma ideia por ele fervorosamente defendida era a de alterar o artigo 158 da Lei nº 6.404/76, para implantar o regime de responsabilidade objetiva dos administradores de companhias abertas, pois, em seu pensamento, isso daria maior eficácia ao regime de repressão aos atos ilegais e de proteção de investidores no mercado de capitais. O referido autor, contudo, foi dissuadido por Alfredo Lamy Filho e por José Luiz Bulhões Pedreira, que explicaram que o regime de responsabilidade objetiva representaria “violência inominável”. Para o referido autor, implantar verdadeiro regime de terror sobre os administradores de companhias abertas “teria saudável efeito” sobre o comportamento deles. Mas, como aparentemente defendido por Alfredo Lamy Filho e por José Luiz Bulhões Pedreira no citado episódio, a reforma proposta geraria enormes problemas para atrair profissionais sérios para a administração de companhias abertas. Ademais, seria muito injusto condenar alguém sem haver provas ou culpa. Trinta anos mais tarde, o referido autor se declara convencido de que, naquela ocasião, estava prestes a cometer uma “sandice sem tamanho”. Tal episódio evidencia o que se afirmou

A outra interpretação dada ao item II do referido artigo 158 é que a violação da lei ou do estatuto social criaria verdadeira “culpa presumida” (*juris tantum*), o que resultaria em inversão do ônus probatório, deslocando-se tal fardo do autor da ação para os administradores¹⁷⁰⁹. Inúmeros autores adotam tal interpretação, tais como Adriano Castello Branco¹⁷¹⁰, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira¹⁷¹¹, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹⁷¹², José Alexandress Tavares Guerreiro¹⁷¹³, José Edwaldo Tavares Borba¹⁷¹⁴, Nelson Eizirik¹⁷¹⁵, e Roberto Papini¹⁷¹⁶, sendo possivelmente a mais amplamente aceita¹⁷¹⁷.

O motivo¹⁷¹⁸ para tal posicionamento seria a possibilidade de se encontrar uma posição mais prudente e intermediária entre a responsabilidade objetiva e a

no item 2.3.2 *supra*: as escolhas legislativas devem se originar de justificativas técnicas legítimas, não com base em meros motivos. No entendimento de Nelson Eizirik, durante a década de 1980, criar clima de terror e punir inocentes seriam suficientes para aumentar a eficiência punitiva da legislação de mercado de capitais; mas, como ele mesmo percebeu, tal pensamento se esquivava de qualquer justificativa técnica e, para bem de todos, foi abandonado. Talvez seja o caso de se abandonar o regime de responsabilização objetiva previsto no artigo 40 da Lei nº 6.204, de 13 de março de 1974, que, ao que parece, não é suficiente para prevenir práticas ilegais no mercado bancário.

¹⁷⁰⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 216.

¹⁷¹⁰ BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 92.

¹⁷¹¹ LAMY FILHO, Alfredo ; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996, p. 405.

¹⁷¹² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima:** estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 71.

¹⁷¹³ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 42, 1981, pp. 79-80.

¹⁷¹⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 419.

¹⁷¹⁵ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 404.

¹⁷¹⁶ PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, pp. 253-254.

¹⁷¹⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 216.

¹⁷¹⁸ Aqui, utiliza-se o vocábulo “motivo” no mesmo sentido visto no item 2.3.2 *supra*, com significado oposto do de “justificativa técnica legítima”. Ao que parece, além de tal interpretação ser equivocada por falta de fundamento no direito positivado, como se verá adiante, não geraria o efeito de proteger os investidores no mercado de capitais, além de possivelmente colocar os administradores de companhias

subjetiva, facultando ao administrador provar que agiu sem culpa ou dolo (por meio da chamada “inversão do ônus da prova”), ou, ainda, que mesmo que tenha proferido ato contrário à lei ou ao estatuto social, fê-lo por ser a única possibilidade de zelar pelos interesses da sociedade¹⁷¹⁹.

Note-se que, como ensinam Fábio Ulhoa Coelho¹⁷²⁰ e Marcelo Vieira von Adamek¹⁷²¹, a dicotomia trazida pelos itens I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, é mais aparente do que real. Seria, nas palavras de Landon C. Davis, III, Isaac, A. McBeth e Elizabeth Southall, uma *distinction without a difference*¹⁷²². De fato, como explica Fábio Ulhoa Coelho, a constatação de atuação com culpa ou dolo por parte do administrador configura clara violação à lei. Além disso, complementa o referido autor, se o administrador descumpra a lei ou o estatuto, representa dizer que atua com culpa ou dolo, sendo indissociáveis as possibilidades descritas nos referidos itens I e II¹⁷²³. Marcelo Vieira von Adamek concorda e complementa tal posicionamento ao afirmar que a culpa em sentido amplo (abrangendo tanto a culpa em sentido estrito e o dolo) do agente (o administrador) que represente desrespeito de dever jurídico equivalerá a ato ilícito, bem como a falta de observância da lei ou do estatuto social equivale a comportamento culposo (em sentido amplo)¹⁷²⁴. Não seria possível, assim,

abertas em situação de enorme injustiça potencial, já que cria a chamada “culpa presumida”, mesmo em relação àqueles que nada fizeram de errado.

¹⁷¹⁹ PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 254. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 404.

¹⁷²⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia. **Revista Direito de Empresa**, v. 1, n. 1, 1996, pp. 26-28 e 38.

¹⁷²¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 217-225.

¹⁷²² DAVIS, III, Landon C.; MCBETH, Isaac A.; SOUTHALL, Elizabeth. A distinction without a difference? an examination of the legal and ethical difference between asset protection and fraudulent transfers under Virginia law. **University of Richmond Law Review**, v. 47, 2012, p. 381.

¹⁷²³ COELHO, Fábio Ulhoa. A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia. **Revista Direito de Empresa**, v. 1, n. 1, 1996, pp. 26-27.

¹⁷²⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 218-219.

chegar à pretendida inversão do ônus do fardo probatório¹⁷²⁵. Observe-se, ainda, que mesmo que os itens I e II possam se dissociados, não há qualquer regra que determine a inversão do ônus da prova em relação a este último.

As regras acerca da distribuição do ônus da prova entre autor e réu são encontradas no Código de Processo Civil. Especificamente, deve-se observar o disposto no artigo 373 do Código de Processo Civil, que determina que ônus da prova recai sobre o autor “[...] quanto ao fato constitutivo de seu direito”. Já o réu terá o ônus de provar a “[...] existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor”. Extrai-se claramente do texto legal que, inclusive por ser tratar de questão relacionada a fato constitutivo de direito (a constituição de obrigação de indenizar), ao autor cabe fazer descrição adequada do comportamento antijurídico, dos danos causados e do nexos entre ambos, devendo provar o alegado ao longo do feito¹⁷²⁶. Observe-se que, o administrador, enquanto réu, poderá livremente fazer alegações e apresentar seus argumentos em sede de defesa, mas, ao que tudo indica, caberá sempre ao autor alegar e provar que o réu agiu com culpa ou dolo, violando a lei ou o estatuto social¹⁷²⁷.

Para Cândido Rangel Dinamarco e Bruno Vanconcelos Carrilho Lope, é o chamado “princípio do interesse” que aloca no autor do processo o fardo de provar os fatos constitutivos de seu direito, que integram a causa de pedir¹⁷²⁸. Sem que tais fatos tenham efetivamente passado no mundo real, o julgador não poderá reconhecer o

¹⁷²⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia. **Revista Direito de Empresa**, v. 1, n. 1, 1996, p. 27-28.

¹⁷²⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 216.

¹⁷²⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 216. Não obstante, completa o referido autor, o réu terá a oportunidade para “[...] negar a conduta, ou reconhecê-la e demonstrar que ela se conforma ao dever de diligência, ou provar alguma causa excludente”. V., no mesmo sentido, LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.**: pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996, p. 405.

¹⁷²⁸ DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. Ed. São Paulo: Malheiros, 2018, pp. 184-185.

direito pleiteado e a sentença desacolherá a pretensão do autor¹⁷²⁹. O Código de Processo Civil, assim, não cria nenhum tipo de presunção de culpa. Ao mesmo tempo, cabe ao réu simplesmente trazer aos autos, por ser de seu interesse, fatos impeditivos, modificativos ou extintivos em relação à pretensão do autor¹⁷³⁰. Isso é o que explica a repartição da carga probatória encontrada no artigo 373 do Código de Processo Civil¹⁷³¹.

Note-se que, inobstante a dinâmica de repartição encontrada nos incisos I e II do artigo 373 do Código de Processo Civil, o seu § 1º trata efetivamente da inversão do ônus da prova. Ressalte-se, entretanto, que isso não se dá de maneira automática como fazem parecer os autores que defendem a aplicação da “culpa presumida”. Com efeito, o referido § 1º determina que somente em casos previstos em lei (que não é o que se nota no artigo 158, II, da Lei nº 6.404/76) ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir a obrigação de provar, prevista no *caput*, ou, ainda, se for mais fácil a obtenção de prova do fato contrário, o juiz, após estudar e analisar o caso, poderá determinar a inversão do ônus da prova, sendo necessário que o faça por meio de decisão fundamentada, dando à outra parte a possibilidade de se desincumbir do múnus que lhe foi conferido¹⁷³². Além disso, a inversão do fardo probatório não pode, pelo que dispõe o § 2º do referido artigo 373, criar situação em que se desincumbir do encargo seja impossível ou difícil em excesso¹⁷³³.

¹⁷²⁹ DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. Ed. São Paulo: Malheiros, 2018, p. 184-185.

¹⁷³⁰ DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. Ed. São Paulo: Malheiros, 2018, pp. 184-185.

¹⁷³¹ DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. Ed. São Paulo: Malheiros, 2018, pp. 184-185.

¹⁷³² “§ 1º Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do *caput* ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se desincumbir do ônus que lhe foi atribuído”.

¹⁷³³ “§ 2º A decisão prevista no § 1º deste artigo não pode gerar situação em que a desincumbência do encargo pela parte seja impossível ou excessivamente difícil”.

Outra demonstração de que a inversão do ônus da prova não pode ser automaticamente aplicada como pretendem os defensores da “culpa presumida” é o previsto no § 3º do artigo 373 do Código de Processo Civil: apesar de os artigos 190¹⁷³⁴ e 191¹⁷³⁵ do Código de Processo Civil permitirem o chamado “negócio jurídico processual”, tal tipo de pactuação não pode, nos termos do referido § 3º, dificultar em excesso o exercício de um direito¹⁷³⁶. Em outras palavras, mesmo que a parte (o réu) queira que o ônus da prova se inverta em seu desfavor, isso não poderá acontecer caso a coloque em situação de não poder se defender adequadamente. Logo, incabível a interpretação de que o item II do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, cria a chamada “culpa presumida” e que leve à automática inversão do ônus da prova. Tal consequência processual deverá ser especificamente solicitada pela parte processual ativa ao juiz que, por sua vez, após analisar as alegações feitas pelo autor e a fundamentação jurídica trazida, poderá determinar, de maneira adequadamente fundamentada, que o réu passe a deter o ônus probatório.

Há, ainda, sobre o item II do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, mais um aspecto importante a ser tratado. De fato, já que o referido item II serve para alocar responsabilidade pessoal em caso de violação do estatuto social, o fato de o administrador proceder de maneira a extrapolar os limites previstos na cláusula de objeto social o coloca em posição de chamar para si o múnus de ressarcir¹⁷³⁷. Roberto

¹⁷³⁴ “Art. 190. Versando o processo sobre direitos que admitam autocomposição, é lícito às partes plenamente capazes estipular mudanças no procedimento para ajustá-lo às especificidades da causa e convencionar sobre os seus ônus, poderes, faculdades e deveres processuais, antes ou durante o processo. Parágrafo único. De ofício ou a requerimento, o juiz controlará a validade das convenções previstas neste artigo, recusando-lhes aplicação somente nos casos de nulidade ou de inserção abusiva em contrato de adesão ou em que alguma parte se encontre em manifesta situação de vulnerabilidade”.

¹⁷³⁵ “Art. 191. De comum acordo, o juiz e as partes podem fixar calendário para a prática dos atos processuais, quando for o caso. § 1º O calendário vincula as partes e o juiz, e os prazos nele previstos somente serão modificados em casos excepcionais, devidamente justificados. § 2º Dispensa-se a intimação das partes para a prática de ato processual ou a realização de audiência cujas datas tiverem sido designadas no calendário”.

¹⁷³⁶ “§ 3º A distribuição diversa do ônus da prova também pode ocorrer por convenção das partes, salvo quando: I – recair sobre direito indisponível da parte; II – tornar excessivamente difícil a uma parte o exercício do direito”.

¹⁷³⁷ BULGARELLI, Waldírio. A teoria “ultra vires societatis” perante a lei das sociedades por ações. *In*: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 1. TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos ultra vires e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, v. 7, n. 1, 2015, p. 229.

Papini¹⁷³⁸ e Alexandre Couto Silva¹⁷³⁹, por exemplo, defendem que os administradores que pisarem fora dos limites da cláusula de objeto social devem indenizar a sociedade.

Os atos que extrapolem o objeto social, chamados de “*ultra vires societatis*”, teoricamente, não vinculam a sociedade, até mesmo porque o § 2º do artigo 2º da Lei nº 6.404/76, determina que o estatuto social o definirá “de modo preciso e completo”. O problema que se delinea é que, não obstante o disposto no referido § 2º, nem todas as atividades de cunho econômico da sociedade estarão exaustiva e necessariamente previstas em seu estatuto social¹⁷⁴⁰. Uma sociedade que atue no setor industrial, por exemplo, pode precisar adquirir ou locar prédios, mas talvez isso não conste na cláusula de objeto social. Se o fez, mas há espaço ocioso, pode ser que venha a locar a terceiros um ou mais desses imóveis, sem que também conste da cláusula de objeto social. De uma maneira ou de outra, seria difícil afirmar categoricamente se houve extrapolação dos limites do objeto social, pois, afinal de contas, qual empresa do setor industrial prescinde de espaço físico para suas atividades? Além disso, se tem espaço inocupado, que mal haveria em locá-lo para outras sociedades, o que, ao mesmo tempo, pode lhe trazer um pouco de receita e reduzir seus custos fixos?

Teoricamente, tal problema poderia ser resolvido com redação extensa da cláusula de objeto social¹⁷⁴¹. Na prática, contudo, o detalhamento da cláusula de objeto social representa engessamento desnecessário, pois as atividades empresariais são dinâmicas e evoluem, principalmente por meio do avanço tecnológico¹⁷⁴². Assim, uma cláusula de objeto social que atenda bem às necessidades empresariais num dia, no outro poderá demonstrar-se absolutamente

¹⁷³⁸ PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 260.

¹⁷³⁹ SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 208.

¹⁷⁴⁰ TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos *ultra vires* e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, v. 7, n. 1, 2015, p. 230.

¹⁷⁴¹ BULGARELLI, Waldírio. A teoria “*ultra vires societatis*” perante a lei das sociedades por ações. *In*: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 3.

¹⁷⁴² BULGARELLI, Waldírio. A teoria “*ultra vires societatis*” perante a lei das sociedades por ações. *In*: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 3.

inadequada. Por isso, as normas que confinem de maneira muito enfática a atuação da sociedade em decorrência de seu objeto social são vistas com certas restrições¹⁷⁴³. Percebendo isso, algumas legislações avançaram em sentido oposto, de maneira que praticamente tiraram a razão de existir de tal dispositivo estatutário¹⁷⁴⁴.

Tais atos, ao que parece, mesmo que não especificamente previstos na cláusula de objeto social, não deveriam ser consideradas como extrapolações ilegítimas do estatuto social. Com base nisso, o legislador, por meio da Lei nº 13.874/19, também conhecida como “Declaração de Direitos de Liberdade Econômica”, alterou, dentre outros dispositivos, o artigo 50 do Código Civil, para incluir o § 5º. Tal dispositivo mitiga em muito a possibilidade de se punir os administradores ao determinar que a simples expansão ou alteração da finalidade original da atividade econômica de uma pessoa jurídica não será considerada desvio de finalidade¹⁷⁴⁵. Em outras palavras, tal dispositivo legal coloca a cláusula de objeto social em posição mais direcionadora do que delimitadora da atividade empresarial e, portanto, mitigaria sobremaneira a possibilidade de se alocar a responsabilidade de indenizar em decorrência da falta de sua observância.

9.6.1 Responsabilização individual, solidária e decorrente de decisão colegiada; exclusão de responsabilidade

¹⁷⁴³ BULGARELLI, Waldírio. A teoria "ultra vires societatis" perante a lei das sociedades por ações. In: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 3.

¹⁷⁴⁴ V., por exemplo, a seção 102(a)(3) da *Delaware General Corporation Law*, que dispõe que “§ 102. Contents of certificate of incorporation. (a) The certificate of incorporation shall set forth: [...] (3) The nature of the business or purposes to be conducted or promoted. It shall be sufficient to state, either alone or with other businesses or purposes, that the purpose of the corporation is to engage in any lawful act or activity for which corporations may be organized under the General Corporation Law of Delaware, and by such statement all lawful acts and activities shall be within the purposes of the corporation, except for express limitations, if any;”.

¹⁷⁴⁵ “§ 5º Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica.”

Usualmente, prepondera o traço da individualização de responsabilidade do administrador, notadamente no caso de atos e decisões de caráter singular¹⁷⁴⁶. O § 1º do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, enuncia tal regra como preceito geral¹⁷⁴⁷. Contudo, a continuação do referido § 1º deixa claro que o gestor poderá ser pessoalmente responsável por atos ilegais de outros administradores se for com eles conivente, negligente em descobri-los ou, deles sabendo, nada fizer para impossibilitar que sejam realizados¹⁷⁴⁸. Desde que documente sua discordância em ata de reunião do órgão administrativo ou, alternativamente, caso a primeira opção não esteja disponível, dê imediato conhecimento por escrito, o administrador eximir-se-á da obrigação solidária de indenizar¹⁷⁴⁹.

Além da responsabilidade solidária encontrada no § 1º do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, o § 2º do mesmo artigo prevê outra possibilidade. De fato, o referido § 2º dispõe que os administradores serão responsabilizados solidariamente por eventuais prejuízos decorrentes da falta de cumprimento de deveres legais para assegurar o normal funcionamento da sociedade, mesmo que o estatuto social não atribua tais deveres a todos os gestores¹⁷⁵⁰. É muito importante ressaltar que não se trata, aqui, de uma regra geral de responsabilidade, mas tão somente aquela relacionada aos deveres relacionados ao “funcionamento normal da companhia”, conforme disposto

¹⁷⁴⁶ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 478. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 73. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 236.

¹⁷⁴⁷ “Art. 158. [...] § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores [...]”.

¹⁷⁴⁸ “Art. 158. [...] § 1º [...] salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática [...]”.

¹⁷⁴⁹ “Art. 158. [...] § 1º [...] Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia geral”.

¹⁷⁵⁰ “Art. 158. [...] § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles”.

no referido § 2º¹⁷⁵¹. Note-se que, pelo que se extrai do § 3º do referido artigo 158, a responsabilidade solidária prevista no parágrafo anterior aplica-se somente às companhias fechadas, já que, para as abertas, tal múnus é alocado tão somente aos administradores com atribuições específicas, exceto se tomarem conhecimento do descumprimento por parte daqueles que os antecederam nos respectivos cargos, ou, ainda, pelo gestor competente que deixar de informar a ocorrência da desconformidade¹⁷⁵².

Por fim, o § 5º do referido artigo 158 prevê a responsabilidade solidária de terceiros em relação a atos de administradores¹⁷⁵³. Com efeito, o referido § 5º determina que o terceiro que, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, praticar conjuntamente o ato que viole a lei ou o estatuto, será solidariamente responsabilizado¹⁷⁵⁴.

¹⁷⁵¹ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 479; EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 406-407. Marcelo Vieira von Adamek e Modesto Carvalhosa pensam de maneira parecida e entendem que os deveres relacionados ao “funcionamento normal” da sociedade estão elencados na própria Lei nº 6.404/76 que incluem, dentre outros: convocar assembleia geral (artigo 123); elaborar relatório da administração (artigo 133, I); elaborar demonstrações financeiras (artigo 176); examinar os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos (artigo 142, IV). ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 241-242; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, p. 360.

¹⁷⁵² “Art. 158. [...] § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável”.

¹⁷⁵³ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 479. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 75. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 245-246).

¹⁷⁵⁴ “Art. 158. [...] § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”.

9.7 O INTERESSE PÚBLICO E O REGIME DAS EMPRESAS ESTATAIS

As empresas chamadas de “estatais”, em que o Estado é detentor da maioria ou a totalidade do capital social, são vistas ao redor do mundo, em maior ou menor escala, especialmente em países emergentes¹⁷⁵⁵. Segundo dados trazidos por Yingying Wu, aproximadamente 10% das duas mil maiores empresas vistas no mundo são controladas pelo Estado, e tal percentual vem aumentando nos últimos anos¹⁷⁵⁶⁻¹⁷⁵⁷.

A constante existência de participação relevante das estatais na economia mundial, informa Mário Engler Pinto Júnior, pode decorrer de inúmeros fatores¹⁷⁵⁸. Segundo o referido autor, nos países de economia emergente, tais empresas tentam preencher espaços ainda não ocupados pela iniciativa privada, que seria incapaz de prover o capital necessário para investimentos notadamente nos setores de infraestrutura e de base¹⁷⁵⁹. Já nos países desenvolvidos e tradicionalmente capitalistas, verifica-se aquilo que o referido autor chama de movimento

¹⁷⁵⁵ WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019, p. 2. Segundo a referida autora, o chamado “capitalismo de estado” – que inclui empresas controladas ou com participações minoritárias, fundos soberanos e outras formas utilizadas para que o Estado exerça influência direta ou indireta no sistema econômico internacional – é onipresente globalmente.

¹⁷⁵⁶ WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019, p. 2. A importância, segundo a referida autora, não se restringe ao número de empresas. De fato, a relevância de tais empresas observa-se, ainda, nas fatias que detêm em vendas em seus respectivos mercados de atuação, bem como em valor de mercado. Em alguns países emergentes, como Rússia, Brasil, China e Vietnã, as estatais chegam mesmo a dominar setores inteiros vistos como estratégicos.

¹⁷⁵⁷ Para um panorama mais detalhado acerca da participação do Estado no capitalismo global, v.. OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 25-44.

¹⁷⁵⁸ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

¹⁷⁵⁹ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

“historicamente pendular”, em que são observados períodos de privatização e outros de estatização dos meios de produção, decorrentes diretamente de opção política ou de motivações de caráter estratégico¹⁷⁶⁰. Em relação aos países que adotavam – ou ainda o fazem – regime socialista, a empresa de propriedade do estado decorre, em verdade, da falta de opção e liberdade, já que os meios de produção deveriam necessariamente pertencer ao Estado, não restando muito espaço para a iniciativa privada¹⁷⁶¹.

A participação do Estado no capital de sociedades empresárias também é fenômeno observado no Brasil. Com efeito, as estatais perfazem mais de uma centena de empresas em âmbito federal, bem como algumas poucas centenas controladas por unidades federativas brasileiras, atuando em diversas indústrias¹⁷⁶²⁻¹⁷⁶³. É importante ressaltar que, em números absolutos, a quantidade de empresas estatais não aparenta ser elevado, mas a importância delas no mercado nacional não pode ser subestimada, notadamente por incluir agentes econômicos muito relevantes, tais como o Banco do Brasil S.A., a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, a Caixa Econômica Federal – CEF e o Banco

¹⁷⁶⁰ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

¹⁷⁶¹ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

¹⁷⁶² OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais**: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 53-55. Segundo os referidos autores, havia, em 2018, 138 sociedades empresárias estatais de âmbito federal, sendo 18 no setor “financeiro” e 120 no “produtivo”. No que diz respeito ao âmbito estadual, há menor precisão em relação aos números trazidos pelos autores, pois os dados não são tão facilmente encontrados; não obstante, os referidos autores efetuaram pesquisa perante (i) as Juntas Comerciais dos diversos estados brasileiros e (ii) os “portais de transparência” das unidades federativas brasileiras, e chegaram a um total de 339 sociedades empresárias

¹⁷⁶³ Segundo Henrique Motta Pinto e Mário Engler Pinto Júnior, a administração pública divide-se em direta e indireta. Esta (a indireta), segundo os referidos autores, utiliza-se de entes com personalidade jurídica própria, segregação patrimonial e ter “interesses específicos”, possuindo “maior autonomia administrativa, financeira e orçamentária” em relação à outra (direta). PINTO, Henrique Motta; PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **Empresas estatais**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 17.

Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, todas no âmbito federal¹⁷⁶⁴. Em suma, não se pode ignorar a presença de tais empresas na economia brasileira.

Note-se que, via de regra, as atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio. O motivo é simples: tais atividades envolvem o chamado “interesse público”¹⁷⁶⁵. Segundo Celso Antônio Bandeira de Mello, o “interesse público” é constituído pelo “interesse do todo” e se contrapõe ao “interesse privado”¹⁷⁶⁶. Mas tal asserção, continua o referido autor, não é suficiente para que se compreenda adequadamente o significado de “interesse público”¹⁷⁶⁷. Tal suposto – talvez até mesmo falso – antagonismo, aduz o referido autor, entre os tipos de interesses não existe, pois seria mesmo impossível desassociar por completo o “interesse do todo” daquele do “das partes que compõem o todo”, sendo que um não é absolutamente autônomo do outro¹⁷⁶⁸. Assim, não obstante serem aparentemente distintos, estariam relativamente próximos, pois o “interesse público” é “função qualificada dos interesses das partes”¹⁷⁶⁹.

É importante ressaltar, todavia, que se aceita plenamente que, em nosso sistema jurídico, o “interesse público” prevalece em relação aos “interesses individuais”¹⁷⁷⁰. Curiosamente, no entanto, Celso Antônio Bandeira de Mello ensina que o “interesse público” não pode discordar do “interesse individual” de cada cidadão,

¹⁷⁶⁴ OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais**: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 53-55.

¹⁷⁶⁵ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 59.

¹⁷⁶⁶ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 59.

¹⁷⁶⁷ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 59.

¹⁷⁶⁸ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

¹⁷⁶⁹ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

¹⁷⁷⁰ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

pois cada parte desse compõe aquele, o que lhes impediria, na essência, de serem antagônicos e autônomos¹⁷⁷¹. O referido autor continua e conclui que o “interesse público” nada mais é do que a “dimensão pública dos interesses individuais”¹⁷⁷². Assim, tanto os interesses individuais quanto o público devem ser postos de maneira que, ao menos em princípio, sejam, na medida do possível, harmônicos. Em outras palavras, como ensina Celso Antônio Bandeira de Mello, o “bom” para todos não poderia ser verdadeiro “anti-interesse” individual¹⁷⁷³. Não obstante a necessidade de harmonizar os interesses individuais com o público, Celso Antônio Bandeira de Mello admite poder existir interesse público que claramente discrepe de um interesse individual específico¹⁷⁷⁴.

Note-se, contudo, que o interesse público, via de regra, é regido por normas que possuem características de direito público. Já os interesses privados são normalmente regidos pelo direito privado¹⁷⁷⁵. Conforme ensina Vicente Ráo, entretanto, tal separação, que já era vista no direito romano, não seria tão clara¹⁷⁷⁶. O que se percebe, assim, é que as normas de direito público teriam como alvo *predominante* cuidar dos interesses do Estado, enquanto caberia ao privado tutorear *principalmente* as relações entre indivíduos¹⁷⁷⁷.

¹⁷⁷¹ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60. Perceba-se, entretanto, que, segundo o referido autor, o “interesse público” pode se contrapor “a *um dado* interesse individual” (destaque feito pelo referido autor). Continua o referido autor e explica que “tal simples e intuitiva percepção *basta para exibir a existência de uma relação íntima, indissociável, entre o chamado interesse público e os interesses ditos individuais*”. (destaque feito pelo referido autor.)

¹⁷⁷² MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

¹⁷⁷³ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

¹⁷⁷⁴ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 60.

¹⁷⁷⁵ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 220.

¹⁷⁷⁶ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 220.

¹⁷⁷⁷ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 220.

A distinção entre o direito público e o privado (e suas respectivas áreas de abrangência), no entanto, informa Vicente Ráo, é mais complexa do que pode inicialmente parecer¹⁷⁷⁸. De fato, a distinção poderia vir, por exemplo, do “modo de proteção de suas respectivas normas”, o que não resolveria a questão, pois tal diferenciação meramente salientaria componente extrínseco da lei, não propriamente algo relacionado ao seu teor ou ao seu objeto¹⁷⁷⁹. Por isso, informa o referido autor, outros critérios podem ser adotados¹⁷⁸⁰.

Um deles, ao que parece, ajuda a explicar a distinção e refere-se aos titulares do direito propriamente dito. De fato, como explica Vicente Ráo, a distinção do direito público do privado dá-se pelo próprio detentor do direito a ser exercido: se titular for o Estado, trata-se, via de regra, de direito público; se não for o Estado, - pessoas físicas ou jurídicas, por exemplo - trata-se, normalmente, de direito privado¹⁷⁸¹. Mas o referido autor ressalta que o Estado pode, mesmo assim, colocar-se em situações regidas pelo direito privado, notadamente nas de caráter patrimonial¹⁷⁸². Não obstante, conclui o referido autor, o Estado não se colocaria em situação regida exclusivamente pelo direito privado, pois trata-se de órgão soberano e sua atividade deve levar tal aspecto em consideração¹⁷⁸³.

É importante ressaltar que, como apontam Hely Lopes Meirelles, José Emmanuel Burle Filho e Carla Rosado Burle, o Estado, ao praticar a atividade administrativa, não leva a cabo “atos de governo”, mas tão somente “atos de execução”, de acordo com as atribuições e competências trazidas legalmente e certa

¹⁷⁷⁸ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, pp. 221-222.

¹⁷⁷⁹ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 221-222.

¹⁷⁸⁰ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, pp. 221-222.

¹⁷⁸¹ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 222.

¹⁷⁸² RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 222.

¹⁷⁸³ RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999, p. 222.

medida de liberdade funcional¹⁷⁸⁴. Os referidos autores completam tal pensamento e ensinam que, não obstante os limites impostos pela lei, a administração pública também possui certo “poder de decisão”, cabendo-lhe emitir opinião e tomar decisões sobre diversos assuntos (financeiros, jurídicos, técnicos e sobre a “conveniência e oportunidade administrativas”).¹⁷⁸⁵.

O exercício da atividade estatal pode dar-se com maior ou menor autonomia e liberdade. É justamente por isso que há divisão entre a chamada “administração pública direta” da denominada “administração pública indireta”, conforme delineado – mas não definido - no artigo 37 da Constituição Federal¹⁷⁸⁶. Nos termos artigo 4º do Decreto-Lei nº 200/67, a administração pública direta é composta pelos “[...] serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios[...]”, enquanto a administração pública indireta abarca as autarquias, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e as fundações públicas, todas com personalidade jurídica própria. É importante ressaltar que o Decreto-Lei nº 200/67, especificamente rege a administração pública indireta da *União*¹⁷⁸⁷, mas o artigo 37 da Constituição Federal não deixa dúvidas que tanto os estados quanto os municípios também poderão ter suas próprias organizações e entes neste sentido¹⁷⁸⁸.

¹⁷⁸⁴ MEIRELLES, Hely Lopes; BURLE FILHO, José Emmanuel; BURLE, Carla Rosado. **Direito administrativo brasileiro**. 42. ed. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 68.

¹⁷⁸⁵ MEIRELLES, Hely Lopes; BURLE FILHO, José Emmanuel; BURLE, Carla Rosado. **Direito administrativo brasileiro**. 42. ed. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 69.

¹⁷⁸⁶ “Art. 37. A **administração pública direta e indireta** de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...] § 3º A lei disciplinará as formas de participação do usuário na **administração pública direta e indireta**, regulando especialmente: [...]”. (grifos do autor)

¹⁷⁸⁷ A redação do *caput* do artigo 4º do Decreto-Lei nº 200/67, refere-se tão somente à “Administração Federal”, não fazendo qualquer referência aos estados e aos municípios.

¹⁷⁸⁸ MEIRELLES, Hely Lopes; BURLE FILHO, José Emmanuel; BURLE, Carla Rosado. **Direito administrativo brasileiro**. 42. ed. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 277. Os referidos autores ensinam, ainda, que, não obstante os estados e municípios terem atribuições constitucionais para organizar suas respectivas estruturas administrativas indiretas de acordo com suas necessidades, somente à União cabe, nos termos do artigo 22, I, da Carta Magna, editar leis sobre direito comercial e civil, o que representa dizer que a estrutura societária dos entes personificados constituídos deverá necessariamente seguir os preceitos de lei federal, não sendo facultado aos estados e municípios criar nova forma societária. Já à União, completam os referidos autores, por ter competência legislativa para tanto, está facultada a introdução de novas formas societárias.

Note-se que a atuação do Estado – notadamente por meio do exercício de atividade empresarial - na economia não pode ser irrestrita. De fato, o *caput* do artigo 173 da Constituição Federal determina que o Estado somente poderá exercer diretamente atividades de cunho econômico quando por motivo de segurança nacional ou por relevante interesse coletivo, ambos a serem definidos em lei¹⁷⁸⁹. O § 1º do mesmo artigo 173 também determina que a forma de o Estado atuar diretamente na economia também será estabelecida em lei¹⁷⁹⁰.

É importante ressaltar que o referido § 1º, mesmo determinando que a lei estabelecerá a forma de o Estado atuar diretamente na economia, já traz alguns parâmetros do qual o legislador infraconstitucional não poderá se afastar. De interesse ao presente trabalho é o que determinam os itens II, IV e V do referido § 1º. Com efeito, segundo o texto constitucional, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e as suas subsidiárias sujeitar-se-ão ao “regime jurídico próprio das empresas privadas [...]”, não cabendo ao legislador infraconstitucional se afastar de tal ordenamento, e que a lei deverá estabelecer regras acerca da “[...] constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários”, bem como sobre “[...] os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores”.

A determinação constitucional de que as estatais atuem sob regime jurídico das empresas privadas, ensina Mário Engler Pinto Júnior, decorre da necessidade de se garantir que existam condições equitativas de concorrência entre as controladas pelo Estado e as demais, exceto nos casos de algum monopólio constitucionalmente

¹⁷⁸⁹ “Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

¹⁷⁹⁰ “Art. 173. [...] § 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre: I – sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade; II – a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários; III – licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública; IV – a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários; V – os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores”.

previsto¹⁷⁹¹. Sob a ótica da eficiência, como bem aponta Alexandre Santos Aragão, a necessidade de se criar condições equitativas de competição entre as empresas controladas pelo Estado e as da iniciativa privada decorre dos controles excessivos e do engessamento comumente encontrados no setor público e naturais às atividades estatais. Sem a adoção de regime – mesmo que parcialmente¹⁷⁹² – privado, as estatais encontrarão dificuldades em ter a agilidade e posicionarem-se nos mesmos patamares de inovação vistos nas atividades dos particulares¹⁷⁹³.

Mesmo antes da edição da Constituição Federal em 1988, a Lei nº 6.404/76, já determinava, sob a ótica societária, que as sociedades anônimas de economia mista fossem norteadas por parâmetros muito similares aos das demais companhias brasileiras. Com efeito, o artigo 235 da Lei nº 6.404/76, determina que as sociedades anônimas de economia mista, sem diferenciar entre as controladas pela União, pelos estados ou pelos municípios, sujeitam-se ao seu regime, podendo tal regramento ser complementado pelo disposto em lei federal. O artigo 236, por sua vez, determina ser necessária autorização legislativa prévia para que seja constituída a companhia de economia mista, que, nos termos do artigo 237, somente poderá exercer atividades econômicas descritas no respectivo diploma legal autorizador. De especial interesse ao presente trabalho é o disposto no Parágrafo Único do artigo 239, que determina que os administradores das sociedades anônimas de economia mista terão os mesmos deveres e responsabilidades dos seus pares nas companhias abertas.

¹⁷⁹¹ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 227. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

¹⁷⁹² Para Alexandre Santos Aragão, seria mais correto afirmar que as empresas estatais não adotam um regime que possa ser considerado unicamente privado (ou mesmo somente público). ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 166-178.

¹⁷⁹³ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 166.

Mais recentemente, foi editada a Lei nº 13.303/16, apelidada de “estatuto das estatais”¹⁷⁹⁴⁻¹⁷⁹⁵. Segundo Alexandre Santos Aragão, a Lei nº 13.303/16, cria regime jurídico-societário supostamente¹⁷⁹⁶ homogêneo para todas as empresas estatais, colocando-as em sob disciplina semelhante¹⁷⁹⁷ ao das empresas privadas¹⁷⁹⁸.

O referido diploma legal esmiúça inúmeros aspectos societários das estatais, dentre os quais se destacam (i) distinção entre os diferentes tipos de empresas estatais; (ii) regras voltadas para a governança de tais entes, inclusive no que diz respeito à qualificação mínima de seus administradores; (iii) transparência administrativa; (iv) adoção e aplicabilidade da Lei nº 6.404/76 e (v) responsabilidade e atribuições de administradores.

A Lei nº 13.303/16, traz alguns dispositivos que são de interesse específico ao presente trabalho, a saber: (i) sujeição de todas as empresas públicas, as sociedades de economia mista, inclusive suas subsidiárias, controladas tanto pela União quanto pelos estados, pelos municípios e pelo Distrito Federal, ao seu regime, nos termos do artigo 1º; (ii) as empresas públicas e as sociedades de economia mista são pessoas jurídicas de direito privado, nos termos dos artigos 3º e 4º¹⁷⁹⁹; (iii) a pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei nº 6.404/76, e deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público

¹⁷⁹⁴ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 178.

¹⁷⁹⁵ Na esteira da Lei nº 13.303/16, foi editado, no âmbito federal, o Decreto nº 8.945/16, que a regulamenta, abarcando tanto as estatais federais, as estaduais e as municipais.

¹⁷⁹⁶ O próprio autor, contudo, destaca que a própria Lei nº 13.303/16, traz distinções entre as estatais com base no faturamento, e que a Constituição Federal permite a criação de certos monopólios nas mãos de empresas controladas pelo Estado.

¹⁷⁹⁷ Para o referido autor, a edição da Lei nº 13.303/16, traz evidentes evoluções, mas deixa de aproximar as empresas estatais às privadas no que diz respeito às questões trabalhistas, tributárias e contratuais. ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 178.

¹⁷⁹⁸ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 178.

¹⁷⁹⁹ Não obstante o regime licitatório específico a ser adotado por tais sociedades, nos termos da própria Lei nº 13.303/16.

que justificou sua criação, respondendo pelos atos praticados com abuso de poder, nos termos do § 1º dos artigos 4º e 15º; (iv) caso a sociedade de economia mista tenha registro de emissor perante a CVM, sujeitar-se-á às normas da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos termos do § 2º do artigo 4º; (v) as sociedades de economia mista adotarão forma de sociedade anônima, sujeitando-se ao regime das Lei nº 6.404/76, nos termos do artigo 5º; (vi) são considerados administradores das empresas públicas e das sociedades de economia mista tanto os conselheiros de administração quanto os diretores, nos termos do Parágrafo Único do artigo 16; (vii) os administradores da empresa pública e da sociedade de economia mista submeter-se-ão às normas previstas da Lei nº 6.404/76, nos termos do artigo 16; (viii) às atribuições dos conselheiros de administração previstas no artigo 142 da Lei nº 6.404/76, algumas novas foram adicionadas, nos termos do artigo 18¹⁸⁰⁰; (ix) fiscalização e controle sobre as contas das estatais, tanto por órgãos internos quanto externos, nos termos dos artigos 84 a 88; (x) não obstante haver normas que imponham controle interno e externo, o eventual exercício de supervisão não enseja a redução ou a supressão da autonomia conferida por lei específica que autoriza a criação da empresa supervisionada ou da autonomia inerente a sua natureza, nem autoriza a ingerência dos supervisores na administração e funcionamento, devendo a supervisão ser exercida nos limites da legislação aplicável, de acordo com o artigo 89; e, finalmente, (xi) o exercício do controle por órgão legalmente previsto não pode implicar ingerência na gestão das empresas públicas e das sociedades de economia mista a ele submetidas, nem interferência no exercício de suas competências ou na definição de políticas públicas, nos termos do artigo 90.

O que se percebe, assim, é, exceto pelo aumento de atribuições especificamente trazido pela Lei nº 13.303/16, as normas referentes ao processo decisório, os deveres fiduciários genéricos e as responsabilidades dos administradores são as mesmas

¹⁸⁰⁰ São elas: “Art. 18. [...] I – discutir, aprovar e monitorar decisões envolvendo práticas de governança corporativa, relacionamento com partes interessadas, política de gestão de pessoas e código de conduta dos agentes; II – implementar e supervisionar os sistemas de gestão de riscos e de controle interno estabelecidos para a prevenção e mitigação dos principais riscos a que está exposta a empresa pública ou a sociedade de economia mista, inclusive os riscos relacionados à integridade das informações contábeis e financeiras e os relacionados à ocorrência de corrupção e fraude; III – estabelecer política de porta-vozes visando a eliminar risco de contradição entre informações de diversas áreas e as dos executivos da empresa pública ou da sociedade de economia mista; IV – avaliar os diretores da empresa pública ou da sociedade de economia mista, nos termos do inciso III do art. 13, podendo contar com apoio metodológico e procedimental do comitê estatutário referido no art. 10”.

previstas na Lei nº 6.404/76. Ademais, não obstante os artigos 85 a 88 tratem especificamente de controles por meio de órgãos internos e externos à estatal, os artigos 89 e 90 deixam claro que as decisões de cunho administrativo caberão exclusivamente aos administradores – conselheiros de administração e diretores – das empresas públicas e das sociedades de economia mista. Não se admite, assim, intromissões por aqueles que sejam estranhos à estrutura de gestão das estatais. Isso se dá, inclusive, no que diz respeito ao Poder Judiciário, que não é órgão de administração das estatais¹⁸⁰¹.

¹⁸⁰¹ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 386-387.

10 **BUSINESS JUDGMENT RULE, SEUS DESDOBRAMENTOS E O DIREITO BRASILEIRO**

10.1 INTRODUÇÃO

No capítulo anterior estudou-se a disciplina da administração das companhias no direito societário brasileiro. Viu-se que a estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia. Assim, a sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística¹⁸⁰². A divisão das funções administrativas em órgãos sociais distintos como visto na estrutura dualística é tendência que se vê em vários países, dentre os quais podem ser destacados Alemanha, Itália, Portugal e Estados Unidos da América, anteriormente tratados no presente trabalho¹⁸⁰³. No Brasil, a estrutura dualística foi formal e legalmente admitida com a edição Lei nº 6.404/76.

No presente capítulo, o último deste trabalho, analisar-se-á a aplicabilidade da *business judgment rule* e seus desdobramentos (*entire fairness*, *enhanced scrutiny* e *compelling justification*) ao direito societário brasileiro.

Inicialmente, debate-se a compatibilidade da *business judgment rule* e a possibilidade de existirem normas positivadas que a representem ou integrem ao direito brasileiro. O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 aparentemente equivale à *business judgment rule* no direito brasileiro, já que o referido dispositivo dá poder ao

¹⁸⁰² SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações – a sociedade anônima – a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

¹⁸⁰³ V. capítulos 6 e 7 *supra*.

magistrado para reconhecer a exclusão de responsabilidade do administrador que tenha agido de boa-fé. Sobre tal assunto, a doutrina se divide, mas, ao que parece, tal dispositivo legal não equivale e não se assemelha à *business judgment rule*, por cumprirem funções diferentes e servirem a propósitos distintos.

No presente capítulo discute-se, também, a equivalência do *caput* do artigo Lei nº 6.404/76, com a *business judgment rule*. Observe-se, contudo, que o referido artigo 158, não obstante ser norma que evita a responsabilização imediata dos administradores, exceto nos casos nela previstos, não cria presunção de que as decisões tomadas pelos administradores estejam sempre corretas, como se vê na *business judgment rule*. Assim, o referido artigo 158 não é capaz, em nenhum momento, de proteger a própria decisão tomada pelos administradores no seio empresarial.

A evolução jurisprudencial vista no direito societário dos Estados Unidos da América, notadamente do estado de Delaware, deixa claro que, hoje, a principal função da *business judgment rule* é a de alocar poderes nas mãos dos administradores. A *business judgment rule* torna absolutamente claro que, exceto em caso de descumprimento de deveres fiduciários ou falta de propósito negocial racional, as decisões tomadas pelos administradores não serão substituídas pela vontade dos sócios ou do Poder Judiciário. A estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia. Mesmo assim, são encontradas normas ao longo da Lei nº 6.404/76 que alocam poderes de maneira restritiva nas mãos dos administradores. Assim, tais normas passam a compor, também em parte, a *business judgment rule* positivada no direito societário brasileiro.

As empresas estatais, não obstante também serem guiadas pelo interesse público, submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303/16 –, aplicando-se normalmente a *business judgment rule* ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos seus administradores.

Além de tais questões enfrentadas ao longo deste último capítulo, outras são exploradas em relação ao direito brasileiro. Assim, utiliza-se *entire fairness* para tentar resolver a questão do conflito de interesses do Parágrafo Único do artigo 115 e do artigo 156, ambos da Lei nº 6.404/76. Ainda, utiliza-se a *entire fairness* para analisar as decisões empresariais tomadas por administradores de empresas estatais. Aplica-se, ainda, a *compelling justification* para interpretar a regra antidiluição do § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.

Tendo em vista que, há algum tempo, já há tentativa de se aplicar a *business judgment rule* no direito brasileiro, buscou-se a interpretação dada pelos tribunais brasileiros e alguns órgãos de caráter administrativo, por isso fez um apanhado da visão da CVM, do TCU e do TJSP.

Além desta introdução, o presente capítulo está dividido em mais oito partes. Na próxima, recapitula-se, de maneira resumida, a aplicação da *business judgment rule* e seus desdobramentos de acordo com o direito societário de Delaware, para facilitar a análise que segue nos demais pontos. Após, indaga-se se a *business judgment rule* seria regra positivada no direito brasileiro, inclusive no que diz respeito ao *caput* do artigo 158 e § 7º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76. Na seção seguinte, discute-se a *business judgment rule* enquanto regra de governança e de alocação de poder e a sua compatibilidade com o direito brasileiro, incluindo uma discussão acerca das empresas públicas e das sociedades de economia mista. Após, estuda-se a possibilidade de se utilizar a *entire fairness* para interpretar a norma de conflito de interesses que consta no Parágrafo Único do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. Na parte seguinte, analisa-se a aplicação da *entire fairness* para lidar com o conflito de interesses previsto no artigo 156 da Lei nº 6.404/76. Na sequência, verifica-se se a *business judgment rule* pode ser aplicada para proteger as decisões de administradores de empresas estatais e a possibilidade de se utilizar a *entire fairness*. Na parte seguinte, a *compelling justification* é explorada para interpretar a regra antidiluição do § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76. Por fim, verifica-se como os órgãos judicantes brasileiros – integrantes do Judiciário ou com características administrativas – utilizam e aplicam a *business judgment rule* no Brasil.

10.2 A *BUSINESS JUDGMENT RULE* ENQUANTO REGRA POSITIVADA NO DIREITO BRASILEIRO

Debate-se, há algum tempo, se a *business judgment rule* teria sido integrada ao arcabouço jurídico brasileiro. De fato, autores como Flávia Parente¹⁸⁰⁴, Nikolai Sosa Rebelo¹⁸⁰⁵, Nelson Eizirik¹⁸⁰⁶, Ana Frazão¹⁸⁰⁷, Sérgio Campinho¹⁸⁰⁸, Osmar Brina Correa-Lima¹⁸⁰⁹, Alexandre Couto Silva¹⁸¹⁰, Mariana Pargendler¹⁸¹¹, André Saddy¹⁸¹², José Waldecy Lucena¹⁸¹³, Renato Ventura Ribeiro¹⁸¹⁴, Pedro Henrique Castello

¹⁸⁰⁴ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 249-250.

¹⁸⁰⁵ REBELO, Nikolai Sosa. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, pp. 76-77.

¹⁸⁰⁶ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 356-357 e 416-417.

¹⁸⁰⁷ FRAZÃO, Ana. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas coomentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 997-1004.

¹⁸⁰⁸ CAMPINHO, Sérgio. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 1004-1007.

¹⁸⁰⁹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

¹⁸¹⁰ SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 249.

¹⁸¹¹ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015, pp. 60-66.

¹⁸¹² SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016, pp. 97-101.

¹⁸¹³ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, pp. 553-558 e 626-630.

¹⁸¹⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233.

Brigagão¹⁸¹⁵, Henrique Cunha Barbosa¹⁸¹⁶, e Marcelo Vieira von Adamek¹⁸¹⁷, debruçaram-se sobre assunto. Exceto por Flávia Parente¹⁸¹⁸ e Nikolai Sosa Rebelo¹⁸¹⁹, os demais entendem, de uma maneira ou de outra, que a *business judgment rule* seria regra positivada no arcabouço jurídico brasileiro.

10.2.1 O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da *business judgment rule* no direito brasileiro

O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 dispõe que “[o] juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Nelson Eizirik¹⁸²⁰, Ana Frazão¹⁸²¹,

¹⁸¹⁵ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 165-193.

¹⁸¹⁶ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

¹⁸¹⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 129-135 e 286-288.

¹⁸¹⁸ PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 249-250. A referida autora não declara explicitamente entender que a *business judgment* não tenha sido positivada no Brasil, mas aponta que seria “conveniente” que o artigo 153 da Lei nº 6.404/76 dispusesse acerca da referida norma pretoriana anglo-saxônica.

¹⁸¹⁹ REBELO, Nikolai Sosa. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, pp. 76-77. Segundo o referido autor, “[o] direito brasileiro não tem a teoria da *business judgment rule* formalmente estruturada na legislação ou na jurisprudência”.

¹⁸²⁰ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 356-357 e 416-417.

¹⁸²¹ FRAZÃO, Ana. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas coomentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 997-1004.

Sérgio Campinho¹⁸²², Osmar Brina Corrêa-Lima¹⁸²³, Alexandre Couto Silva¹⁸²⁴, André Saddy¹⁸²⁵ e Mariana Pargendler¹⁸²⁶, de maneira geral, defendem que o referido § 6º equivalha, no Brasil, à *business judgment rule* do direito anglo-saxônico. Ademais, tais autores mencionam tão somente o referido § 6º como norma positivada representativa da *business judgment rule* no arcabouço jurídico brasileiro.

José Waldecy Lucena, não obstante aceitar que o referido § 6º equivalha, ao menos em parte, à norma positivada da *business judgment rule* no direito brasileiro, também a menciona nos comentários tecidos ao artigo 158 da Lei nº 6.404/76 sem, no entanto, explicitamente afirmar que este último dispositivo legal (também) corresponda à regra pretoriana anglo-saxônica¹⁸²⁷.

Note-se, contudo, que a equiparação ou aproximação do § 6º do artigo do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 à *business judgment rule* necessita de análise mais apurada. Passa-se, assim, à análise das fundamentações trazidas pelos autores que defendem tal equiparação.

Nelson Eizirik afirma que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 representa a adoção da *business judgment rule* no Brasil, sem, contudo, confrontar e comparar os

¹⁸²² CAMPINHO, Sérgio. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 1004-1007.

¹⁸²³ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

¹⁸²⁴ SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 249.

¹⁸²⁵ SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016, pp. 97-101.

¹⁸²⁶ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015, pp. 60-66.

¹⁸²⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, pp. 553-558 e 626-630.

dois dispositivos para efetivamente analisar a compatibilidade e a equivalência entre ambos¹⁸²⁸.

Ana Frazão não chega a afirmar expressamente que o referido § 6º equivalha à *business judgment rule*, mas que seria “[...] o que alguns consideram a versão brasileira da *business judgment rule*”. Por não se opor explicitamente, a referida autora leva a entender que aceita a interpretação da maioria da doutrina a este respeito. Um outro aspecto que merece ser citado é que a referida autora relaciona a boa-fé mencionada no referido § 6º ao dever de diligência. Nas palavras da referida autora, “[a]penas precisa ser feita a ressalva de que a boa-fé a que se refere o dispositivo legal apenas pode ser a objetiva, relacionada aos deveres de cuidado e diligência [...]”¹⁸²⁹.

Sérgio Campinho, por sua vez, expõe que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 “ampara a técnica” da *business judgment rule* no direito pátrio. Segundo o referido autor, a *business judgment rule* pode ser vista como “[...] um *standard of non-review*, na medida em que visa a evitar a interferência judicial nos atos da administração da companhia, criando uma presunção de que as decisões observaram o dever de diligência dos administradores”¹⁸³⁰. Sérgio Campinho afirma, ainda, que a *business judgment rule* cria “presunção relativa” de que os administradores cumpriram o dever de diligência¹⁸³¹.

Já Osmar Brina Corrêa-Lima utiliza um capítulo inteiro de seu livro para refletir sobre a *business judgment rule* e de sua possível integração ao arcabouço jurídico brasileiro¹⁸³². Para o referido autor, o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 é verdadeiro

¹⁸²⁸ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 356-357 e 416-417.

¹⁸²⁹ FRAZÃO, Ana. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 997-998.

¹⁸³⁰ CAMPINHO, Sérgio. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 1006.

¹⁸³¹ CAMPINHO, Sérgio. *Business judgment rule*. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 1006.

¹⁸³² CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

transplante jurídico¹⁸³³. Ademais, em sua exposição, o referido autor relaciona a boa-fé exigida pelo referido § 6º ao pleno cumprimento dos deveres de diligência, obediência e lealdade¹⁸³⁴. Para ele, boa-fé e culpa não podem coexistir¹⁸³⁵.

Alexandre Couto Silva não traz análise detalhada acerca de seu posicionamento pessoal, mas afirma que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 consagra a aplicação da *business judgment rule* no Brasil¹⁸³⁶.

Para André Saddy, o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 consubstancia a *business judgment rule* no direito brasileiro¹⁸³⁷. Ademais, segundo o referido autor, o vocábulo “poderá”, encontrado no referido § 6º, na verdade, representa “dever prático” do magistrado, já que “[...] as normas permissivas não têm por que conter necessariamente uma habilitação para o exercício de uma discricionariedade de atuação”¹⁸³⁸. Logo, conclui o referido autor, se se constatar a ocorrência das condições previstas na norma (que o administrador tenha agido “de boa-fé e visando ao interesse da companhia”), não cabe ao juiz escolher não aplicar a consequência nela prevista (“[o] juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador [...]”). Note-se, contudo, que o referido autor afirma que, para poder usufruir da proteção dada pela *business judgment rule*, o administrador deverá “[...] seguir alguns princípios [...]”, a saber: (i) existência de decisão negocial (a) informada, (b) refletida, (c) independente e desinteressada; (ii) necessidade de se observar o cumprimento de todos os deveres especificamente previstos nos artigos 153 a 157 da

¹⁸³³ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

¹⁸³⁴ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

¹⁸³⁵ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 123-139.

¹⁸³⁶ SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 249.

¹⁸³⁷ SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016, p. 97.

¹⁸³⁸ SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016, p. 98.

Lei nº 6.404/76; (iii) boa-fé; e (iv) não se constatar abuso em relação ao poder discricionário do gestor¹⁸³⁹.

Mariana Pargendler afirma que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, consagra uma *business judgment rule* “à brasileira”¹⁸⁴⁰. Ao utilizar a expressão “à brasileira” indica não ser verdadeira *business judgment rule*, mas algo parecido e adaptado à realidade pátria. A referida autora confirma tal entendimento ao afirmar que a regra brasileira “[...] não se confunde com a da *business judgment rule* norte-americana, por diversas razões [...]”, dentre as quais elenca que (i) a norma brasileira abre espaço para que o Poder Judiciário elimine a obrigação de o administrador indenizar, enquanto que a *business judgment rule* presume a boa-fé e que foram levados em consideração os melhores interesses da sociedade nas decisões dos gestores; (ii) se interpretada literalmente, o referido § 6º tem aplicação ampla, enquanto que a regra anglo-saxônica não será aplicada quando o administrador se encontrar em evidente conflito de interesses em relação à sociedade; (iii) enquanto o referido § 6º aplica-se a todos os administradores, pairam dúvidas acerca da aplicação da *business judgment rule* aos *officers*¹⁸⁴¹. Para a referida autora, a razão da proteção trazida pelo referido § 6º é a mesma vista no direito de anglo-saxônico: proteger decisões bem-intencionadas e honestas dos administradores, mas que ocasionaram perdas para a sociedade¹⁸⁴².

José Waldecy Lucena, com uma visão um pouco diferente, entende que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 “[...] ficou a meio caminho [...]” por ter que exigir

¹⁸³⁹ SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016, pp. 98-99.

¹⁸⁴⁰ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015, pp. 60-66.

¹⁸⁴¹ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015, pp. 60-66.

¹⁸⁴² PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015, p. 60-66.

tão somente dois dos requisitos da *business judgment rule*, a saber, (i) agir de boa-fé e (ii) visar ao interesse da companhia¹⁸⁴³.

Outros autores, no entanto, não concordam que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, equivalha ou represente norma positivada similar à *business judgment rule*. Renato Ventura Ribeiro¹⁸⁴⁴, Pedro Henrique Castello Brigagão¹⁸⁴⁵, Marcelo Vieira von Adamek¹⁸⁴⁶, Henrique Cunha Barbosa¹⁸⁴⁷ e Guilherme Frazão Nadalin¹⁸⁴⁸ compartilham tal entendimento.

Renato Ventura Ribeiro não chega a afirmar que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 não equivalha à *business judgment rule*, mas afirma tão somente que o artigo 158 corresponde à pretoriana anglo-saxônica¹⁸⁴⁹.

Já Pedro Henrique Castello Brigagão entende e afirma explicitamente que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 não é compatível a *business judgment rule* por não trazer todos os elementos da regra anglo-saxônica, o que representa dizer que esta última seria mais ampla do que a referida norma brasileira¹⁸⁵⁰.

¹⁸⁴³ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 629.

¹⁸⁴⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233.

¹⁸⁴⁵ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 165-193.

¹⁸⁴⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 129-132 e 286-289.

¹⁸⁴⁷ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

¹⁸⁴⁸ NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. [S.l.]: [s.n.], 2015, pp. 114-118.

¹⁸⁴⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-232.

¹⁸⁵⁰ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 167.

Marcelo Vieira von Adamek entende que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 aplica-se no caso de o julgador considerar o administrador culpado, “[...] ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude e culpabilidade do agente, estabelecendo-as no caso concreto [...]”, mas posteriormente resolve de desincumbi-lo da obrigação de indenizar¹⁸⁵¹. Seria, segundo o referido autor, verdadeiro perdão judicial, em linha com o Parágrafo Único do artigo 944 do Código Civil¹⁸⁵².

Henrique Cunha Barbosapensa de maneira similar a Marcelo Vieira von Adamek. Para o referido autor, o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, em primeiro lugar, não traz todos os elementos da *business judgment rule*; em segundo lugar, não trata de regra que exclui a culpa do administrador, mas de mera dispensa posterior do fardo de indenizar¹⁸⁵³.

Guilherme Frazão Nadalin entende que o procedimento previsto no § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 e aquele normalmente adotado no direito do estado de Delaware não são compatíveis¹⁸⁵⁴. Ademais, segundo o referido autor, o conteúdo voltado ao direito material de ambas não é totalmente equivalente, não podendo, portanto, serem consideradas análogas¹⁸⁵⁵.

Para que se entenda se o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 de fato equivale a norma positivada da *business judgment rule* no direito brasileiro, deve-se entender,

¹⁸⁵¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

¹⁸⁵² ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

¹⁸⁵³ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, p. 489.

¹⁸⁵⁴ NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. [S.l.]: [s.n.], 2015, pp. 114-116.

¹⁸⁵⁵ NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. [S.l.]: [s.n.], 2015, pp. 116-118. É importante ressaltar que, para o referido autor, tanto o § 6º do artigo 159 quanto a *business judgment rule* “servem ao mesmo propósito”, de manter o poder de decisão nas mãos do conselho de administração.

antes de mais nada, todo o conteúdo da regra pretoriana anglo-saxônica para, após, confrontá-la com o referido dispositivo legal brasileiro.

Assim, é essencial que se entenda, para começar, que a *business judgment rule* tem tripla função, pois é, ao mesmo tempo, regra (i) de governança e de alocação de poder; (ii) que cria presunção protetiva dos *administradores* e das *decisões* que tomem no seio empresarial, e (iii) que impede que a vontade dos administradores seja substituída pela dos julgadores e dos acionistas¹⁸⁵⁶. Como explica Stephen M. Bainbridge, a *business judgment rule* não é um padrão ou uma regra que trata da revisão de decisões de administradores, mas norma criada jurisprudencialmente que determina que o Poder Judiciário abstenha-se de rever as deliberações tomadas por tais gestores no seio empresarial, pois, afinal de contas, presume-se que tais decisões estejam corretas¹⁸⁵⁷. Trata-se, assim, de presunção protetiva que sequer permitiria revisar decisões administrativas, mesmo em caso de descumprimento do dever de diligência, apesar de tal entendimento não ser, hoje, totalmente seguido pela jurisprudência de Delaware¹⁸⁵⁸. Lori McMillan vai um pouco além e entende que a *business judgment rule* criaria verdadeira *imunidade* aplicável aos administradores¹⁸⁵⁹. Para a referida autora, a *business judgment rule* isola os administradores da responsabilidade relacionada às suas decisões empresariais, desde que os requisitos para sua aplicação sejam vistos. Assim, os tribunais

¹⁸⁵⁶ KLEIN, William A; RAMSEYER, J Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. **Business associations: cases and materials on agency, partnerships, and corporations**. 7. Ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009, pp. 800-801.

¹⁸⁵⁷ BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004, p. 5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020.

¹⁸⁵⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004, p. 94. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020. . O referido autor explica que a jurisprudência que passou a permitir a revisão de decisões administrativas com base no descumprimento do dever de diligência (ou seja, não se aplicando a *business judgment rule*) representa colocar “a carroça na frente dos bois”, pois inverteria equivocadamente sua lógica de aplicação.

¹⁸⁵⁹ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

simplesmente não analisarão o conteúdo das decisões dos administradores por haver imunidade¹⁸⁶⁰.

O § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, ao que parece, não abarca, nem de longe, os requisitos da *business judgment rule*. Isso até foi apontado – mesmo que parcialmente – por Mariana Pargendler, Pedro Henrique Castello Brigagão e Henrique Cunha Barbosa. De fato, o referido § 6º dá ao julgador o poder de desincumbir o administrador da obrigação de indenizar se se constatar que o gestor tão somente “[...] agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. É importante ressaltar que o dispositivo legal brasileiro não exige que se tenha cumprido qualquer outro dever, fiduciário ou não¹⁸⁶¹.

É importante ressaltar que, no direito brasileiro, a boa-fé, sempre objetiva¹⁸⁶², é a fonte do dever de lealdade¹⁸⁶³. Assim, ao agir com boa-fé, o administrador visa ao interesse da companhia em primeiro lugar, o que cria certa “circularidade” e dá ares tautológicos ao § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76. Por ser norma tautológica e centrar-se exclusivamente na boa-fé e na lealdade, não abarca a possibilidade de o julgador deixar de condenar o administrador a indenizar por descumprimento do dever de diligência¹⁸⁶⁴. Afinal de contas, como já visto anteriormente, descumprimento do dever de diligência está relacionado à negligência (culpa grave), enquanto o

¹⁸⁶⁰ MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013, pp. 569-570.

¹⁸⁶¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 171.

¹⁸⁶² AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020, p. 138.

¹⁸⁶³ V. item 9.4 *supra*. No direito de Delaware, como se viu no item 7.4.3 *supra*, firmou-se entendimento que a boa-fé é elemento integrante do dever de lealdade.

¹⁸⁶⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

descumprimento do dever de lealdade tem como pano de fundo o elemento volitivo (dolo)¹⁸⁶⁵.

Note-se que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, ao que tudo indica, não impede o julgador de inquirir profundamente e até declarar, por meio de sentença, ter havido descumprimento de preceito legal e ocorrência de danos indenizáveis¹⁸⁶⁶. Isso não se vê na aplicação da *business judgment rule*, que preclui tal tipo de atividade processual¹⁸⁶⁷. Afinal de contas, sob a *business judgment rule* presumem-se corretas as decisões dos administradores.

Mas é importante que se perceba que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 não vai além da possibilidade de se isentar o administrador do múnus indenizatório que existiria a princípio, inclusive por já ter sido judicialmente apurado. Não abarca, assim, as demais características da *business judgment rule*. De fato, tal dispositivo legal, pelo seu próprio texto, não impede que se analise o conteúdo ou sirva para proteger a *decisão* tomada pelo administrador, até mesmo porque o referido § 6º tão somente permite ao julgador isentar o gestor da obrigação de reparar o dano *depois* de se determinar que se comportou ilegalmente, não obstante ter agido de boa-fé e no interesse da sociedade. Não existe qualquer presunção, de qualquer espécie e sob qualquer ângulo, de que a decisão do administrador esteja correta e deva ser protegida. Então, o julgador não só analisará o conteúdo da decisão administrativa, mas poderá declará-la inválida para, após, isentar o gestor da incumbência de reparar o dano. Já a *business judgment rule*, além de criar presunção protetiva do administrador, não abre espaço para que se analise o conteúdo (e a eventual invalidade) das decisões por ele tomadas. Assim, as decisões administrativas são tão protegidas quanto os próprios administradores.

¹⁸⁶⁵ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 114-115. V., ainda, item 7.6 *supra*.

¹⁸⁶⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 171.

¹⁸⁶⁷ V. item 8.2 *supra*.

Por fim, se a *business judgment rule* protege tanto os administradores quanto suas decisões, representa dizer que o modelo de *autoridade* descrito por Michael P. Dooley¹⁸⁶⁸ será respeitado, o que impedirá a constante substituição da vontade dos gestores pelos desejos dos juízes ou dos acionistas¹⁸⁶⁹.

Logo, não obstante tanto o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 quanto a *business judgment rule* tratem da responsabilidade dos administradores em decorrência de seus atos, tanto o embasamento epistemológico quanto as consequências e a abrangência de ambos são bastante distintos, não podendo ser confundidos.

Por fim, é importante ressaltar que, mesmo no direito societário de Delaware, há regra que isenta administradores de responsabilidade independentemente da aplicação da *business judgment rule*, de maneira relativamente similar ao visto no § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76. De fato, como anteriormente neste trabalho¹⁸⁷⁰, em decorrência da decisão de lavra da *Delaware Supreme Court* no caso *Smith v. Van Gorkom*¹⁸⁷¹, o Poder Legislativo de Delaware, em menos de dois anos, reformou a sua lei societária para permitir que as companhias lá constituídas possam adotar dispositivos estatutários para limitar ou até mesmo eliminar completamente a responsabilidade dos administradores em indenizar a companhia, desde que não descumprido o dever de lealdade (o que inclui proibição de decisões tomadas de má-fé) ou não ocorrida violação da lei¹⁸⁷². Tal norma positivada no direito societário do

¹⁸⁶⁸ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

¹⁸⁶⁹ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

¹⁸⁷⁰ V. item 7.5 *supra*.

¹⁸⁷¹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

¹⁸⁷² GRINSTEIN, Yaniv ; ROSSI, Stefano. **Good monitoring, bad monitoring**. [S.l.]: [s.n.], 2014, p. 4. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1906326>. Acesso em: 12 mar. 2021. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. Ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 3-13. A seção 102(b)7 da Delaware General Corporation Law, adotada após a decisão no caso *Smith v. Van Gorkom*, assim determina: "A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any

estado de Delaware claramente não se confunde com a *business judgment rule*, não obstante ser regra que exime os administradores da obrigação de indenizar.

10.2.2 O *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 enquanto norma positivadora da *business judgment rule* no direito brasileiro

A primeira parte do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, dispõe que “[o] administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”. Em decorrência da isenção de responsabilidade trazida pelo texto literal do referido artigo 158, Renato Ventura Ribeiro¹⁸⁷³, Pedro Henrique Castello Brigagão¹⁸⁷⁴ e Henrique Cunha Barbosa¹⁸⁷⁵ entendem que esta seria, na verdade, a norma positivadora da *business judgment rule* no direito Brasileiro.

O primeiro dos três autores, Renato Ventura Ribeiro, não chega a afirmar que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 não equivalha à *business judgment rule*, mas afirma tão somente que o artigo 158 corresponde à regra pretoriana anglo-

transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. An amendment, repeal or elimination of such a provision shall not affect its application with respect to an act or omission by a director occurring before such amendment, repeal or elimination unless the provision provides otherwise at the time of such act or omission. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title”.

¹⁸⁷³ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233.

¹⁸⁷⁴ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 165-193.

¹⁸⁷⁵ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

saxônica¹⁸⁷⁶. Note-se, no entanto, que, para o referido autor, haveria *presunção de culpa* dos administradores, que é afastada pela *business judgment rule*, desde que as decisões sejam tomadas de boa-fé, de maneira adequadamente informada e com racionalidade. Ao que parece, contudo, o referido autor utiliza-se de inversão indevida da ordem de aplicação de conceitos e tenta relacionar dois institutos irreconciliáveis, a saber, (i) a interpretação que muito comumente se dá ao artigo 158, II, da Lei nº 6.404/76¹⁸⁷⁷, em que se presume culpa dos administradores, levando a eventual inversão do ônus da prova; e (ii) a aplicação da própria *business judgment rule*, que, como já visto anteriormente, cria *presunção* justamente oposta, de ausência de culpa dos gestores¹⁸⁷⁸. Com efeito, não é o fato de os administradores exercerem adequadamente os deveres de lealdade e boa-fé e tomarem decisões racionais que levam à aplicação da *business judgment rule* e o fim da *presunção de culpa*. Na verdade, é a *business judgment rule* que não permite haver *presunção de culpa*, criando de antemão *pressuposição* de que os administradores exerceram adequadamente os deveres de lealdade e boa-fé e agiram racionalmente.

De qualquer maneira, Renato Ventura Ribeiro expõe que o direito não obriga os administradores a gerir isentos de erros ou escolhas ruins e que, dentro dos limites previstos em lei, tais profissionais possuem discricionariedade em sua atuação, levando-se em consideração a oportunidade e a conveniência dos atos a serem praticados¹⁸⁷⁹. Assim, em decorrência dos amplos poderes alocados nas mãos dos administradores, não se deve entrar em debate acerca do mérito, da oportunidade e da conveniência dos seus atos, mas tão somente se houve violação da lei ou dos atos societários constitutivos¹⁸⁸⁰.

¹⁸⁷⁶ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 231-233.

¹⁸⁷⁷ Sobre tal assunto, v. item 9.6 *supra*.

¹⁸⁷⁸ V. capítulo 9 *supra*.

¹⁸⁷⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006 p. 232.

¹⁸⁸⁰ RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 233.

Pedro Henrique Castello Brigagão, antes de analisar eventual correlação entre o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 e a *business judgment rule*, afirma que o § 6º do artigo 159 do referido diploma legal não equivale, no direito brasileiro, ao instituto jurídico pretoriano anglo-saxônico¹⁸⁸¹. De fato, para o citado autor, o referido § 6º não abrange todos os elementos da *business judgment rule* e, por isso, com ela não se confundiria¹⁸⁸². Já em relação ao mencionado artigo 158, todavia, Pedro Henrique Castello Brigagão afirma que a primeira parte de tal dispositivo (“O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; [...]”) aparenta conter, mesmo que em poucas palavras, todos os elementos da *business judgment rule*¹⁸⁸³. Ao desonerar o administrador da obrigação de indenizar quando se constatar ato regular de gestão, o legislador determina que pouco interessa ser a decisão gerencial de boa ou má qualidade¹⁸⁸⁴. É importante ressaltar que, para o referido autor, não obstante o citado artigo 158 conter todos os aspectos da *business judgment rule*, tal norma “[...] apenas traduz e concentra o espírito da lei”, pois, para ele, mesmo que tal norma não tivesse sido positivada, o sistema jurídico pátrio não aceitaria a alocação de responsabilidade nos ombros dos administradores que tenham exercido os deveres de diligência e de boa-fé¹⁸⁸⁵.

Henrique Cunha Barbosa, por sua vez, afirma que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 mais se assemelha a uma “jabuticaba legal” do que propriamente à

¹⁸⁸¹ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 165.

¹⁸⁸² BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 166-167.

¹⁸⁸³ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 191.

¹⁸⁸⁴ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 191.

¹⁸⁸⁵ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 192. Segundo o referido autor, o que confirma tal linha de pensamento é o fato de na maioria das decisões da CVM em que a *business judgment rule* é aplicada ou debatida nem mesmo se menciona o artigo 158 da Lei nº 6.404/76.

*business judgment rule*¹⁸⁸⁶. O referido dispositivo legal, na verdade, não seria norma que exclui a ilicitude ou culpa do administrador em relação a determinados atos, mas tão somente da obrigação de indenizar que decorre de ato ilegal, que é mensurada após o descumprimento de dever legal¹⁸⁸⁷. Ao mesmo tempo, o referido autor afirma que o direito brasileiro “[...] abraçou a regra (*business judgment rule*)” por meio do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, pois tal dispositivo legal traria todos os elementos informadores da norma pretoriana anglo-saxônica¹⁸⁸⁸. Para o referido autor, o citado artigo 158 é “[...] prejudicial valorativa de responsabilidade delitiva” que impede, de antemão, a responsabilização dos administradores¹⁸⁸⁹. Inclusive, aponta tal autor, a própria CVM, ao lidar com casos que abarcam a *business judgment rule*, fundamenta legalmente suas decisões principalmente nos artigos 153 e 150 da Lei nº 6.404/76, mas não no referido § 6º do artigo 159¹⁸⁹⁰.

Mas, de maneira similar ao que se apontou anteriormente¹⁸⁹¹, para que se entenda se a primeira parte do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 de fato equivale à norma positivada da *business judgment rule* no direito brasileiro, deve-se voltar, antes de mais nada, para todo o conteúdo da regra pretoriana anglo-saxônica para, após, confrontá-la com o referido dispositivo legal brasileiro. Novamente, é essencial que se entenda que a *business judgment rule* tem tripla função, pois é, ao mesmo tempo, regra (i) de governança e de alocação de poder; (ii) que cria presunção

¹⁸⁸⁶ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial**: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, pp. 485-494.

¹⁸⁸⁷ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial**: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, p. 487.

¹⁸⁸⁸ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial**: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, p. 487.

¹⁸⁸⁹ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial**: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, p. 487.

¹⁸⁹⁰ BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial**: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015, p. 493.

¹⁸⁹¹ V. item 10.3.1 *supra*.

protetiva dos *administradores* e das *decisões* que tomem no seio empresarial, e (iii) que impede que a vontade dos administradores seja substituída pela dos julgadores e dos acionistas¹⁸⁹². Logo, não basta que o referido artigo 158 traga todos os elementos informadores componentes da *business judgment rule*¹⁸⁹³.

É necessário que se busque entender se o *caput* do referido artigo 158 tem o condão e é suficiente para determinar que o julgador abstenha-se de rever as deliberações tomadas pelos administradores no seio empresarial, pois, afinal de contas, a *business judgment rule* tem como pano de fundo a presunção que tais decisões devam sempre ser tomadas pelos gestores e também que estejam sempre corretas¹⁸⁹⁴. É necessário inquirir se o referido artigo 158 também traz a presunção protetiva da *business judgment rule* no sentido de impedir a revisão de decisões administrativas¹⁸⁹⁵, ou a possibilidade de a vontade dos administradores ser substituída pela dos órgãos judicantes ou dos que assim pleitearem.

Ao que parece, o artigo 158 da Lei nº 6.404/76, de fato, impede a imediata alocação de responsabilidade nos ombros dos administradores. Para que os administradores assumam o múnus de indenizar, aqueles que alegarem descumprimento de deveres fiduciários ou legais deverão apresentar fatos e fundamentos jurídicos para que a presunção protetiva dos administradores deixe de ser aplicada. A proteção dada aos administradores pela *business judgment rule* é a regra e aplica-se automaticamente; já o seu afastamento é a exceção e somente ocorre mediante apontamentos precisos e juridicamente aceitáveis.

Mas, note-se, não obstante o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 proteger os *administradores* da obrigação de indenizar, tal dispositivo legal não é capaz, em

¹⁸⁹² KLEIN, William A; RAMSEYER, J Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. **Business associations: cases and materials on agency, partnerships, and corporations**. 7. Ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009, pp. 800-801.

¹⁸⁹³ Os elementos informadores da *business judgment rule* são aqueles descritos no item 8.2.1 *supra*.

¹⁸⁹⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004, p. 5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020.

¹⁸⁹⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004, p. 94.

nenhum momento, de proteger a *própria decisão tomada pelos administradores* no seio empresarial, ou de *impedir que os órgãos judicantes apliquem suas próprias vontades* (ou a dos acionistas), respeitando-se o modelo de *autoridade* descrito por Michael P. Dooley¹⁸⁹⁶.

Logo, não obstante a parte inicial do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76 impedir a alocação automática de responsabilidade indenizatória nos administradores, tal dispositivo legal, por si só, não é suficiente para fazer observar a atribuição de poderes, enquanto regra de governança, nas mãos dos administradores, impedindo a substituição da vontade dos gestores pela de terceiros, bem como proteger as *decisões* que tais profissionais tomem no seio empresarial.

10.3 A *BUSINESS JUDGMENT RULE* ENQUANTO REGRA DE ALOCAÇÃO DE PODER

A sociedade anônima poderá adotar estrutura monística ou dualística¹⁸⁹⁷. A Lei nº 6.404/76 determina a adoção obrigatória tanto de conselho de administração quanto de diretoria somente nas companhias abertas, nas de capital autorizado¹⁸⁹⁸ e nas sociedades de economia mista¹⁸⁹⁹.

¹⁸⁹⁶ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

¹⁸⁹⁷ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 13. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**: sociedade por ações – a sociedade anônima – a sociedade por ações. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 506. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 5 e 36-37. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 49.

¹⁸⁹⁸ Cf. artigo 138, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

¹⁸⁹⁹ Cf. artigo 239 da Lei nº 6.404/76.

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente¹⁹⁰⁰. As atribuições¹⁹⁰¹ do conselho de administração são, nos termos do artigo 142 da Lei nº 6.404/76, (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; (iii) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) convocar a assembleia geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; (v) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; (vii) deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; e (ix) escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

O conselho de administração, enquanto órgão da sociedade, localiza-se entre a assembleia geral e a diretoria¹⁹⁰². De um lado, seus membros são eleitos pela assembleia geral¹⁹⁰³. De outro é sua atribuição eleger os diretores da companhia¹⁹⁰⁴.

¹⁹⁰⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 22. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial – sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, pp. 814-815. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações – a sociedade anônima – a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, p. 406.

¹⁹⁰¹ Não obstante o artigo 142 da Lei nº 6.404/76 trazer o vocábulo “competete”, na opinião de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, trata-se de atribuição e não de competência. Enquanto esta está relacionada à medida de jurisdição, aquela está relacionada à alocação de poderes, deveres e responsabilidades. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1999, pp. 36-42.

¹⁹⁰² ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 21.

¹⁹⁰³ Cf. artigo 122, II, da Lei nº 6.404/76.

¹⁹⁰⁴ Cf. artigo 142, II, da Lei nº 6.404/76.

É importante ressaltar que, apesar de existirem diferenças estruturais importantes, o *board of directors* previsto na *Delaware General Corporation Law* e o conselho de administração brasileiro carregam funções equiparáveis e compatíveis. É importante ressaltar que, a despeito de se permitir delegação de poderes do *board of directors* em Delaware e, aqui, nos termos do artigo 139 da Lei nº 6.404/76, ter vedação expressa a este respeito, ambos órgãos possuem funções semelhantes nas companhias abertas.

As atribuições dadas ao conselho de administração da sociedade anônima brasileira, enquanto órgão social, deixam claro que as decisões cabem aos conselheiros de administração, não a terceiros.

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação¹⁹⁰⁵, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras, pois seria inviável uma sociedade anônima existir sem alguém que a represente e conduza seus negócios¹⁹⁰⁶. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente, como se vê no conselho de administração. Os poderes da diretoria de maneira geral e especificamente de cada diretor são atribuídos legalmente e pelo estatuto social da companhia, nos termos dos artigos 143, IV e § 2º, e 144, todos da Lei nº 6.404/76. Nos termos do artigo 144 da Lei nº 6.404/76, caso o estatuto social silencie e o conselho não delibere sobre o assunto, tanto a prática de atos regulares de gestão quanto a representação da companhia caberão a qualquer diretor.

Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o artigo 143, § 2º, da Lei nº 6.404/76 permite que o estatuto social estabeleça que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião

¹⁹⁰⁵ Cf. artigos 138, § 1º, e 144, ambos da Lei nº 6.404/76.

¹⁹⁰⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 23. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** – comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 331.

colegiada. Note-se que esta é exceção à regra e não desnatura os poderes e funções normalmente exercidos individualmente pelos diretores.

Mais uma vez, como se percebe, a lei trata de alocar especificamente poderes e atribuições nas mãos dos diretores. Não podem, assim, terceiros exercer tais funções ou substituí-los.

Logo, todas as normas encontradas na Lei nº 6.404/76, voltadas para a alocação específica e restritiva de poderes e atribuições, inclusive aquelas que impedem a delegação, de um lado, impossibilitam que terceiros exerçam tais poderes e atribuições e, de outro lado, garantem a proteção das decisões tomadas pelos administradores. Só se pode concluir, assim, que tais normas também fazem parte da positivação da *business judgment rule* no direito societário brasileiro e assim deve ser entendido.

10.3.1 O caso das estatais

Como já visto anteriormente no Capítulo 9, as atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio, pois envolvem o “interesse público”¹⁹⁰⁷. Apesar de muito comumente o interesse público ser regido por normas com características de direito público, o exercício da atividade empresarial pelo Estado sujeita-se ao “regime jurídico próprio das empresas privadas [...]”¹⁹⁰⁸, não cabendo ao legislador infraconstitucional afastar-se de tal ordenamento, restando à lei estabelecer regras acerca da “[...] constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários”, bem como sobre

¹⁹⁰⁷ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 59.

¹⁹⁰⁸ Cf. o § 1º, II, do artigo 173 da Constituição Federal.

“[...] os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores”¹⁹⁰⁹.

Assim, as estatais atuarão sob regime jurídico das empresas privadas, como ensina Mário Engles Pinto Júnior, para garantir que existam condições equitativas de concorrência entre as controladas pelo Estado e as demais, exceto nos casos de algum monopólio constitucionalmente previsto¹⁹¹⁰. Pelo viés da eficiência, como bem aponta Alexandre Santos Aragão, a necessidade de se criar condições equitativas de competição entre as empresas controladas pelo Estado e as da iniciativa privada decorre dos controles excessivos e do engessamento comumente encontrados no setor público e naturais às atividades estatais.

Mesmo antes da edição da Constituição Federal, a Lei nº 6.404/76 já determinava, sob a ótica societária, que as sociedades anônimas de economia mista fossem norteadas por parâmetros muito similares aos das demais companhias brasileiras. Com efeito, o artigo 235 da Lei nº 6.404/76 determina que as sociedades anônimas de economia mista, sem diferenciar entre as controladas pela União, pelos estados ou pelos municípios, sujeitam-se ao seu regime, podendo tal regramento ser complementado pelo disposto em lei federal. O artigo 236, por sua vez, determina ser necessária autorização legislativa prévia para que seja constituída a companhia de economia mista, que, nos termos do artigo 237, somente poderá exercer atividades econômicas descritas no respectivo diploma legal autorizador. De especial interesse ao presente trabalho é o disposto no Parágrafo Único do artigo 239, que determina que os administradores das sociedades anônimas de economia mista terão os mesmos deveres e responsabilidades dos seus pares nas companhias abertas.

Mais recentemente foi editada a Lei nº 13.303/16, apelidada de “estatuto das estatais”. Segundo Alexandre Santos Aragão, a Lei nº 13.303/16, cria regime jurídico-

¹⁹⁰⁹ Cf. o § 1º, IV e V, do artigo 173 da Constituição Federal.

¹⁹¹⁰ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009, p. 227. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

societário para as empresas estatais, colocando-as sob disciplina semelhante ao das empresas privadas¹⁹¹¹.

O referido diploma legal esmiúça inúmeros aspectos societários das estatais, dentre os quais se destacam (i) distinção entre os diferentes tipos de empresas estatais; (ii) regras voltadas para a governança de tais entes, inclusive no que diz respeito à qualificação mínima de seus administradores; (iii) transparência administrativa; (iv) adoção e aplicabilidade da Lei nº 6.404/76 e (v) responsabilidade e atribuições de administradores.

A Lei nº 13.303/16, traz alguns dispositivos que são de interesse específico ao presente trabalho, a saber: (i) sujeição de todas as empresas públicas, as sociedades de economia mista, inclusive suas subsidiárias, controladas tanto pela União, quanto pelos estados, pelos municípios e pelo Distrito Federal, ao seu regime, nos termos do artigo 1º; (ii) as empresas públicas e as sociedades de economia mista são pessoas jurídicas de direito privado, nos termos dos artigos 3º e 4º¹⁹¹²; (iii) a pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei nº 6.404/76, e deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público que justificou sua criação, respondendo pelos atos praticados com abuso de poder, nos termos do § 1º dos artigos 4º e 15; (iv) caso a sociedade de economia mista tenha registro de emissor perante a CVM, sujeitar-se-á às normas da Lei nº 6.385/76, nos termos do § 2º do artigo 4º; (v) as sociedades de economia mista adotarão forma de sociedade anônima, sujeitando-se ao regime da Lei nº 6.404/76, nos termos do artigo 5º; (vi) são considerados administradores das empresas públicas e das sociedades de economia mista tanto os conselheiros de administração quanto os diretores, nos termos do Parágrafo Único do artigo 16; (vii) os administradores da empresa pública e da sociedade de economia mista submeter-se-ão às normas previstas da Lei nº 6.404/76, nos termos do artigo 16; (viii) às atribuições dos conselheiros de administração previstas no artigo 142 da Lei nº 6.404/76, algumas novas foram

¹⁹¹¹ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 178.

¹⁹¹² Não obstante o regime licitatório específico a ser adotado por tais sociedades, nos termos da própria Lei nº 13.303/16.

adicionadas, nos termos do artigo 18¹⁹¹³; (ix) fiscalização e controle sobre as contas das estatais, tanto por órgãos internos quanto externos, nos termos dos artigos 84 a 88; (x) não obstante haver normas que imponham controle interno e externo, o eventual exercício de supervisão não enseja a redução ou a supressão da autonomia conferida por lei específica que autoriza a criação da empresa supervisionada ou da autonomia inerente a sua natureza, nem autoriza a ingerência dos supervisores na administração e funcionamento, devendo a supervisão ser exercida nos limites da legislação aplicável, de acordo com o artigo 89; e, finalmente, (xi) o exercício do controle por órgão legalmente previsto não pode implicar ingerência na gestão das empresas públicas e das sociedades de economia mista a ele submetidas, nem interferência no exercício de suas competências ou na definição de políticas públicas, nos termos do artigo 90.

O que se percebe, assim, é, exceto pelo aumento de atribuições especificamente trazido pela Lei nº 13.303/16, as normas referentes ao processo decisório, as atribuições e os deveres fiduciários genéricos e as responsabilidades dos administradores são as mesmas previstas na Lei nº 6.404/76. Ademais, não obstante os artigos 85 a 88 tratem especificamente de controles por meio de órgãos internos e externos à estatal, os artigos 89 e 90 deixam claro que as decisões de cunho administrativo caberão exclusivamente aos administradores – conselheiros de administração e diretores – das empresas públicas e das sociedades de economia mista. Não se admite, assim, intromissões por aqueles que sejam estranhos à estrutura de gestão das estatais. Isso se dá, inclusive, no que diz respeito ao Poder Judiciário, que não é órgão de administração das estatais¹⁹¹⁴.

¹⁹¹³ São elas: “Art. 18. [...] I – discutir, aprovar e monitorar decisões envolvendo práticas de governança corporativa, relacionamento com partes interessadas, política de gestão de pessoas e código de conduta dos agentes; II – implementar e supervisionar os sistemas de gestão de riscos e de controle interno estabelecidos para a prevenção e mitigação dos principais riscos a que está exposta a empresa pública ou a sociedade de economia mista, inclusive os riscos relacionados à integridade das informações contábeis e financeiras e os relacionados à ocorrência de corrupção e fraude; III – estabelecer política de porta-vozes visando a eliminar risco de contradição entre informações de diversas áreas e as dos executivos da empresa pública ou da sociedade de economia mista; IV – avaliar os diretores da empresa pública ou da sociedade de economia mista, nos termos do inciso III do art. 13, podendo contar com apoio metodológico e procedimental do comitê estatutário referido no art. 10”.

¹⁹¹⁴ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 186-387.

Por tal motivo é que, para Alexandre Santos Aragão, mesmo que seja inafastável a apreciação, pelo Poder Judiciário, de lesão ou ameaça de direito, cabendo-lhe verificar a legalidade de atos de natureza administrativa das empresas públicas e das sociedades de economia mista, a conduta dos tribunais deve, geralmente, ser “de deferência”¹⁹¹⁵ em relação a tais atos. A intromissão nos atos administrativos das estatais, complementa Alexandre Santos Aragão, somente poderia ocorrer em casos específicos em que se constate inconstitucionalidade, ilegalidade ou ausência de razoabilidade¹⁹¹⁶. Caso exista mais de uma opção razoável disponível, a decisão administrativa deve ser mantida, não se podendo admitir que a vontade da empresa, externada por meio de seus administradores, seja substituída pela do Poder Judiciário, que extrapolaria sua competência¹⁹¹⁷.

Assim, não obstante claramente haver interesse público envolvido, as estatais submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303/16 –, aplicando-se normalmente a *business judgment rule* ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos administradores das empresas estatais e das sociedades de economia mista.

10.4 A ENTIRE FAIRNESS E O CONFLITO DE INTERESSES DO PARÁGRAFO ÚNICO DO ARTIGO 115 DA LSA LEI nº 6.404/76

A Lei nº 6.404/76 veio para aprimorar o regime das sociedades anônimas brasileiras, pois há algum tempo se entendia que o regime legal trazido pelo Decreto-lei nº 2.627/40, não mais atendia aos anseios e às necessidades da economia e da

¹⁹¹⁵ V. item 3.2.1 *supra*, onde se explica que a *business judgment rule* tem, de acordo com a expressão comumente utilizada na doutrina e jurisprudência americanas, natureza “*deferential*”.

¹⁹¹⁶ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 386-387.

¹⁹¹⁷ ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 386-387.

sociedade brasileiras¹⁹¹⁸. A visão da época é que o Decreto-lei nº 2.627/40, a despeito ter sido importantíssimo e ter cumprido relevante papel regulatório das sociedades anônimas no Brasil¹⁹¹⁹, não mais era adequado para reger a grande empresa, notadamente aquela que necessitava se financiar publicamente, por meio do mercado de capitais¹⁹²⁰. Assim, a Lei nº 6.404/76 traz normas específicas para as companhias abertas, diferenciando-as das fechadas; aprimorou o regime das transformações de estruturas societárias por meio de fusão e incorporação, bem como regulou a criação de grupos empresariais; regrou as sociedades de economia mista, trazendo maior segurança jurídica para as empresas controladas pelo Estado que, ao mesmo tempo, financiam-se do capital privado, notadamente por meio do mercado de capitais; regulou a transferência de controle de companhias abertas; dentre outros assuntos relevantes para as companhias brasileiras e para o financiamento empresarial no país¹⁹²¹.

A questão do voto, que está diretamente relacionada à formação da vontade social, acabou por tomar posição importante na Lei nº 6.404/76¹⁹²². No regime legal revogado, voltado principalmente para companhias fechadas, muitas vezes de menor porte e cujo quadro societário era mais comumente formado por pessoas conhecidas,

¹⁹¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 7, 1972, pp. 123-124. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 60.

¹⁹¹⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses (parecer)**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 12.

¹⁹²⁰ LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 7, 1972, pp. 123-132. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 60. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 15.

¹⁹²¹ LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 7, 1972, pp. 123-124. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 60. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989, pp. 12-13. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 15.

¹⁹²² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 152.

a preocupação com a formação da vontade social era claramente menor¹⁹²³. O novo regime legal, no entanto, voltou-se para outro horizonte, principalmente para que as companhias brasileiras pudessem adequadamente buscar recursos no mercado de capitais, tornando menos importante o relacionamento pessoal dos financiadores¹⁹²⁴.

Em empresas em que se congregam grandes quantidades de capital e considerável número de acionistas, a formação da vontade social tem dinâmica complexa, tornando-se mais importante criar regime que institucionalize a companhia, que passa a ter seus próprios interesses (muitas vezes diferentes ou até mesmo contrapostos aos dos seus financiadores)¹⁹²⁵. Por isso, a Lei nº 6.404/76 traz regime que tenta, na medida do possível, exigir dos acionistas que o voto seja, nas palavras de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “exercido responsabilmente”¹⁹²⁶. Por isso, engendrou-se regime legal de voto em que são impostos limites à maioria, para que levem sempre em consideração o interesse da sociedade em primeiro lugar¹⁹²⁷. Assim, os acionistas – notadamente aqueles que compõem a maioria – devem, sob o novo regime, votar de maneira que não seja em seu exclusivo interesse ou em oposição ao da sociedade¹⁹²⁸.

¹⁹²³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, pp. 152-153.

¹⁹²⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 153.

¹⁹²⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 60.

¹⁹²⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 153. É importante ressaltar que, para os referidos autores, a despeito de o voto não ser visto como direito essencial no regime da Lei nº 6.404/76, podendo mesmo, em alguma situação ser retirado ou mitigado, seria fundamental para que o princípio majoritária funcione.

¹⁹²⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 153.

¹⁹²⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, p. 153.

As normas que tentam evitar que o voto seja exercido em desfavor dos interesses da companhia encontram-se em alguns artigos distintos¹⁹²⁹. Assim, por exemplo, o Parágrafo Único do artigo 116 estabelece que cabe ao acionista controlador votar com vistas a fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua “função social”¹⁹³⁰. Já o artigo 117 obriga o controlador a responder por eventuais danos causados por prática de abuso de poder¹⁹³¹.

O artigo 115 da Lei nº 6.404/76 também vai no mesmo sentido ao determinar que o voto deve ser exercido no interesse da sociedade, e que aquele que tiver como fim causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou com vistas a obter vantagem para si próprio ou qualquer terceiro, será considerado abusivo. De especial interesse ao presente trabalho é o disposto no § 1º do referido artigo 115. De fato, inicialmente, tal parágrafo estabelece que “o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social [...]”, bem como naquelas em que se decidir sobre “[...] a aprovação de suas contas como administrador [...]”. Hoje não existem controvérsias acerca da proibição de o acionista votar em tais casos especificamente elencados no referido Parágrafo Único¹⁹³². A interpretação que prevalece vai no sentido de que há

¹⁹²⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997, pp. 153-154. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 61.

¹⁹³⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 61.

¹⁹³¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 61.

¹⁹³² V., neste sentido, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 92-93. COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer).** São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 88. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In:* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.** São Paulo: RT, 1989, pp. 25-26. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de voto e conflito de interesses nas assembleias gerais (parecer). *In:* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres.** São Paulo: Singular, 2004, p. 179. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 784. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, pp. 1066-1067. CAMPINHO, Sérgio. Conflito de interesses e proibição de voto. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Lei das sociedades anônimas**

claro impedimento e, em caso de descumprimento desta norma, incorrer-se-á em nulidade do voto, com a possibilidade de se anular a deliberação¹⁹³³.

As duas proibições de voto apontadas no parágrafo anterior são casos claros de regras precisas, já tratadas neste trabalho (e que até mesmo podem interagir muito bem com os padrões abertos ou *standards* de comportamento).¹⁹³⁴

Há, contudo, como bem apontado por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Calixto Salomão Filho, debate no que diz respeito às deliberações “[...] que puderem beneficiá-lo [o acionista] de modo particular”, ou, no caso de o acionista ter “[...] interesse conflitante com o da companhia”, conforme disposto na parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76¹⁹³⁵⁻¹⁹³⁶.

De fato, na primeira das duas situações apontadas (naquela em que o acionista possa ser pessoalmente beneficiado), há quem entenda, como Fábio Konder Comparato¹⁹³⁷ e Nelson Eizirik¹⁹³⁸, haver clara e direta proibição de voto¹⁹³⁹. Afinal de contas, não deveria ser permitido ao sócio deliberar acerca de algo que possa lhe

comentadas. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 511-513. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660.

¹⁹³³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 92-93.

¹⁹³⁴ V. item 2.3.1.

¹⁹³⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 92-93. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 88.

¹⁹³⁶ Note-se, contudo, que, nas situações em que o acionista possa ser beneficiado de modo particular, há quem entenda que a questão está por definitivo decidida, não havendo debate. V., neste sentido, PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, pp. 326-327.

¹⁹³⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.** São Paulo: RT, 1989, pp. 25-26. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de voto e conflito de interesses nas assembleias gerais (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres.** São Paulo: Singular, 2004, p. 179.

¹⁹³⁸ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660.

¹⁹³⁹ COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer).** São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

favorecer pessoalmente em detrimento da companhia. Já Luiz Gastão Paes de Barros Leães entende haver mero conflito de interesses e não clara e direta proibição de voto, e a eventual existência de benefício particular somente poderia ser apurada casuisticamente e *a posteriori*¹⁹⁴⁰⁻¹⁹⁴¹. Já no que diz respeito à segunda situação apontada no parágrafo anterior, a interpretação que predominou por bastante tempo foi no sentido de que a apuração de eventual “[...] interesse conflitante com o da companhia” somente poderia ser efetuada *ex post*, não sendo proibido ao acionista votar¹⁹⁴²⁻¹⁹⁴³. A verificação casuística deveria ser sempre posterior, o que pode até mesmo levar à anulação da deliberação¹⁹⁴⁴.

Tal dicotomia interpretativa é normalmente conhecida como o debate entre o chamado “conflito formal” e o denominado “conflito material” (ou “substancial”)¹⁹⁴⁵. Se a interpretação for no sentido de que basta estar *formalmente* conflitado para não

¹⁹⁴⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989, pp. 25-26.

¹⁹⁴¹ É importante ressaltar, contudo, que Luiz Gastão Paes de Barros Leães também expõe opinião divergente, em que entende que nas deliberações em que o acionista possa se beneficiar de modo particular, também seria caso de proibição de voto, não situação de conflito de interesses. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia. *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Novos pareceres**. São Paulo: Singular, 2018, p. 631.

¹⁹⁴² Conforme aponta Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, interpretação meramente literal poderia levar à conclusão – equivocada – que seria vedado ao acionista votar em situações de conflito de interesses. O referido autor, contudo, esclarece que se deve inquirir mais profundamente, pois, no direito societário brasileiro, tal questão é debatida há bastante tempo, prevalecendo o entendimento que cada situação deve ser apreciada concretamente, não sendo adequada a proibição direta de participar da deliberação. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 96-98.

¹⁹⁴³ Note-se, contudo, que importantes alguns intérpretes brasileiros – mesmo que em minoria - afluem-se à tese de que mesmo a parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 trata de conflito formal, e não material. Exemplos notáveis CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003,, pp. 462-464; e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 88.

¹⁹⁴⁴ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660.

¹⁹⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 88.

poder votar, o acionista deveria abster-se de deliberar para que se evite a nulidade¹⁹⁴⁶. Se, contudo, o entendimento for no sentido de haver necessidade de verificação posterior de que o sócio esteja *materialmente* conflitado para se incorrer em ilegalidade, o acionista poderia votar e a apuração de eventual nulidade dar-se-á sempre após a deliberação¹⁹⁴⁷⁻¹⁹⁴⁸.

O que se percebe, na verdade, é o que o § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 alberga situações díspares e facilmente separáveis em grupos distintos, não obstante, em análise superficial e perfunctória, parecer tratar-se de casos iguais e que, portanto, devam ser interpretados de maneira semelhante¹⁹⁴⁹. Afinal de contas, o texto legal, antes de elencar quatro situações diferentes, simplesmente diz que “o acionista não poderá votar [...]”.

Mas o fato de o referido § 1º trazer situações distintas denota que a interpretação perfunctória é inadequada¹⁹⁵⁰. De fato, as duas primeiras situações¹⁹⁵¹

¹⁹⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660. COELHO, Fábio Ulhoa. Conflito formal ou material? *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Lei das sociedades anônimas comentada**. São Paulo: Forense, 2021, pp. 516-517.

¹⁹⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011, pp. 654-660.

¹⁹⁴⁸ Sobre tal assunto, a CVM manifestou-se, por meio do Parecer de Orientação CVM nº 34/06. Em tal ocasião, a referida autarquia afirmou, de plano, que não há polêmica acerca da interpretação de que, nos casos de votação a respeito de [...] laudo de avaliação com que concorrer para formação do capital social [...]” e da “[...] aprovação de suas contas como administrador [...]”, trata-se de proibição pura e simples de voto. Segundo o texto do referido Parecer de Orientação, não haveria maiores celeumas em relação à hipótese de proibição de voto nas situações em que o acionista possa ser beneficiado “[...] de modo particular [...]”. A dificuldade, de acordo com o referido Parecer de Orientação, está relacionada à falta de critério para separar a possibilidade de haver benefício particular para o acionista e a hipótese de o interesse do acionista ser conflitante com o da sociedade (conforme parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. De acordo com o texto do próprio Parecer de Orientação CVM nº 34/06., “[...] é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do artigo 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que, em caso de benefício particular, o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”.

¹⁹⁴⁹ CAMPINHO, Sérgio. Conflito de interesses e proibição de voto. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Lei das sociedades anônimas comentadas**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 511.

¹⁹⁵⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 92.

¹⁹⁵¹ (i) “[...] o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social [...]” e (ii) “à aprovação de suas contas como administrador [...]”, previstas no § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

- em que se encontra clara proibição de voto - devem ser postas de um dos lados do debate, pois são regras precisas¹⁹⁵² que reduzem o trabalho e o esforço do exegeta¹⁹⁵³. Já as duas outras situações¹⁹⁵⁴ albergadas pela parte final do Parágrafo Único do artigo 115, da Lei nº 6.404/76 são dois padrões abertos (ou *standards*) de comportamento, sem significado preciso¹⁹⁵⁵.

Nas duas proibições de voto criadas por meio de regras precisas há pouco espaço para interpretação ou elocubração. Logo, a proibição claramente trazida pelo dispositivo legal deve ser estritamente interpretada, não havendo vácuo ou vazio legal que justifique discussões acerca do conteúdo ou alcance da norma. Já no que diz respeito a questão do voto que possa beneficiar pessoalmente o acionista, ou o que tenha conflito com os interesses da companhia, não se observa, sob nenhuma hipótese, qualquer regra precisa, justamente por serem padrões abertos, cujo alcance e significado deverão ser aferidos pelo julgador, sempre *ex post*¹⁹⁵⁶.

Os autores brasileiros, de maneira magistral, apoiam-se, em boa parte, na doutrina europeia – notadamente na italiana e na alemã – para interpretar o direito societário brasileiro de maneira geral e, em especial, no que diz respeito à questão de conflito de interesses¹⁹⁵⁷. Assim o fizeram, por exemplo, Erasmo Valladão Azevedo e

¹⁹⁵² V. item 2.3.1 *supra*.

¹⁹⁵³ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, pp. 326-329.

¹⁹⁵⁴ “[...] que puderem beneficiá-lo [o acionista] de modo particular”, ou, no caso de o acionista ter “[...] interesse conflitante com o da companhia”.

¹⁹⁵⁵ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, pp. 326-329.

¹⁹⁵⁶ V. item 2.3.3 *supra*.

¹⁹⁵⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 218.

Novaes França¹⁹⁵⁸, Fábio Ulhoa Coelho¹⁹⁵⁹, Norma Jonssen Parente¹⁹⁶⁰, Calixto Salomão Filho¹⁹⁶¹. O que se percebe, contudo, é que o direito do estado de Delaware, que muito tratou do assunto, é pouco utilizado. Mas, como se verá a seguir, a jurisprudência do estado de Delaware e a doutrina a partir dela criada são bastante úteis para que se chegue à interpretação adequada do Parágrafo Único do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

Como lembrado no início deste capítulo, a *business judgment rule* coloca-se, em primeiro lugar, como regra de atribuição de poder no seio empresarial nas mãos dos *administradores*. O que se trata, nesta parte do presente trabalho, não é de decisões tomadas por administradores ou das suas respectivas atribuições, mas de votos lançados por acionistas. Logo, deve-se perquirir, inicialmente, se o debate acerca da *business judgment rule* pode se voltar para os sócios.

No caso *Weinberger v. UOP, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* entendeu que não seria caso de se aplicar a *business judgment rule* ao acionista controlador da UOP, Inc., pois tal sócio teria, em tese, deliberado sob conflito de interesses¹⁹⁶². Logo, abriu-se a porta para análise do comportamento de acionistas. Quando o tribunal entender que os deveres dos acionistas possam ter sido inobservados, afasta-se a proteção trazida pela *business judgment rule*, cabendo aos réus demonstrar que seu comportamento – no caso, o voto – foi completamente justo em relação à sociedade e aos demais sócios. Não se discute se o acionista poderia ou não deliberar, ou mesmo se há norma que, *ex ante*, proibiria o controlador de deliberar. A verificação

¹⁹⁵⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 80-106.

¹⁹⁵⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. Conflito formal ou material? *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Lei das sociedades anônimas comentada**. São Paulo: Forense, 2021, p. 520.

¹⁹⁶⁰ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, p. 327.

¹⁹⁶¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 79-93.

¹⁹⁶² *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 702.

preocupa-se exclusivamente com a verificação da decisão tomada ter sido inteiramente justa.

A análise judicial, então, volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo decisório por propriamente dito¹⁹⁶³. É bastante importante ressaltar que a análise, neste ponto, restringe-se a verificar se a decisão empresarial ou o negócio jurídico engendrado sustenta-se face a quaisquer terceiros que não sejam parte interessada (ou seja, alguém que negocie livremente e em padrões de mercado), pois o que se pretende é, unicamente, determinar se o Poder Judiciário deve abster-se ou intervir para anular¹⁹⁶⁴. Não é o momento adequado para se tentar apurar responsabilidade, mas tão somente verificar se o poder discricionário deles foi exercido adequadamente¹⁹⁶⁵. Assim, busca-se apurar se a decisão é justa e razoável para que se resolva entre protegê-la ou anulá-la¹⁹⁶⁶.

Uma vez estabelecido que cabe aos acionistas demonstrar que a decisão ou o negócio jurídico é completamente justo, não bastará a eles alegar que acreditavam exercer seus poderes de maneira adequada. Com efeito, como decidiu a *Delaware Supreme Court* nos casos *Weinberger v. UOP, Inc.*¹⁹⁶⁷ e *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁹⁶⁸, deverá restar claro que a decisão ou o negócio jurídico é fruto de “tratamento justo” (*fair dealing*) e possui “valor justo” (*fair price*).

¹⁹⁶³ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[i]f the presumption is rebutted, the board’s decision is reviewed through the lens of entire fairness, pursuant to which the directors lose the presumption of good business judgment, and where the Court more closely focuses on the details of the transaction and decision-making process in an effort to assess the fairness of the transaction’s substantive terms”.

¹⁹⁶⁴ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, , p. 65.

¹⁹⁶⁵ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, , p. 65.

¹⁹⁶⁶ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-48.

¹⁹⁶⁷ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 710.

¹⁹⁶⁸ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

Note-se, conforme a *Delaware Supreme Court* decidiu em ambos os casos, que um e outro - *fair dealing* e *fair price* - devem estar presentes, não sendo suficiente se constatar somente um deles¹⁹⁶⁹. Em *Weinberger v. UOP, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* explica que, para se verificar se houve “tratamento justo”, o Poder Judiciário deverá analisar o tempo da operação, como foi iniciada, estruturada, negociada, informada, e como a aprovação foi obtida¹⁹⁷⁰. Já para se constatar existir “valor justo”, o Poder Judiciário deverá levar em consideração os aspectos econômicos e financeiros da operação entabulada, incluindo-se todos os aspectos relevantes, a saber, ativos, preço de mercado, lucros, perspectivas futuras e outros elementos que possam afetar o valor intrínseco ou de mercado das ações da companhia¹⁹⁷¹. Se não restar comprovado que a decisão empresarial ou o negócio jurídico é completamente justo para a sociedade, o Poder Judiciário poderá anulá-los¹⁹⁷².

Ao que parece, solução semelhante pode – e deve, vistas a aumentar a eficiência econômica das empresas - ser adotada no Brasil nos casos “[...] que puderem beneficiá-lo (o acionista) de modo particular”, ou, no caso de o acionista ter “[...] interesse conflitante com o da companhia”. A utilização da *entire fairness* em tais situações desata as mãos das partes envolvidas e não preclui *ex ante* operações que podem, ao final, serem benéficas para a própria sociedade e para os acionistas. Afinal de contas, a inserção de padrões abertos (*standards*) no texto legal pelo legislador abre espaço para o julgador decidir, *ex post*, se as deliberações e decisões foram benéficas e adequadas. A interpretação de que há proibição pura e simples de voltar, além de ser pouco eficiente sob o viés econômico, não se coaduna com a lógica do direito societário moderno e voltado para a promoção dos negócios empresariais.

¹⁹⁶⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

¹⁹⁷⁰ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

¹⁹⁷¹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

¹⁹⁷² KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49.

10.5 A ENTIRE FAIRNESS E O CONFLITO DE INTERESSES DO ARTIGO 156 DA LEI Nº 6.404/76

Conforme visto no Capítulo 9 deste trabalho¹⁹⁷³, há situações em que pode emergir conflito de interesses entre o administrador e a companhia. Há diversas normas que tentam lidar com tal problema nos artigos 154, 155 e 156 da Lei nº 6.404/76. Nos referidos dispositivos há algumas normas que se colocam como regras precisas e trazem vedações explícitas, enquanto outras são trazidas como padrões abertos, a serem interpretados *ex post*.

Veja-se, por exemplo, o artigo 154 da Lei nº 6.404/76. Tanto o *caput* quanto o § 1º do referido artigo trazem normas, cujo conteúdo é indeterminado, na forma de padrões abertos, a serem interpretadas em cada caso específico. Já o § 2º do referido artigo 154¹⁹⁷⁴, traz regras precisas na forma de vedações explícitas. Assim, tais normas proíbem, por completo, a participação do administrador conflitado¹⁹⁷⁵.

O artigo 155 da Lei nº 6.404/76 congrega, da mesma forma, padrão aberto e algumas regras precisas na forma de vedações explícitas¹⁹⁷⁶. Assim, a primeira parte do *caput* do referido artigo 155 determina que os administradores devem ser leais à sociedade, mantendo-lhe reserva sobre os seus negócios (dois padrões abertos ou *standards*). Ao mesmo tempo, ao final do *caput* do referido artigo 155, são trazidas três situações especificamente vedadas aos administradores (três regras precisas). A primeira vedação trazida é a do item I do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, que proíbe

¹⁹⁷³ V. item 9.4 *supra*.

¹⁹⁷⁴ “§ 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo [...]”.

¹⁹⁷⁵ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 190-207.

¹⁹⁷⁶ Sobre os padrões abertos (*standards*) e as regras precisas, v. item 2.3.1 *supra*.

que os administradores que usem, para benefício de terceiros ou próprio, mesmo que a sociedade não incorra em perda ou prejuízo, oportunidade de negócio que adquiriu conhecimento por meio do cargo que exerce. A segunda vedação trazida é a do item II do referido artigo 155, que proíbe os administradores de se omitirem de exercer ou de proteger direitos da sociedade ou, com vistas à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, de não aproveitar oportunidades de negócio de interesse da sociedade. A terceira vedação trazida é a do item III do referido artigo 155, que desautoriza o administrador de colocar-se como parte interposta em relação a dois negócios jurídicos¹⁹⁷⁷.

O artigo 156 da Lei nº 6.404/76 também rege o dever de lealdade ao impor restrições em negócios jurídicos cursados sob conflito de interesses dos administradores¹⁹⁷⁸. De fato, ao lidar com a situação em que o administrador encontra-se em um contexto de *self-dealing*, emerge a preocupação relacionada à lisura e à fidelidade do administrador, e é sob o manto do dever de lealdade que tal dispositivo deve ser analisado¹⁹⁷⁹. Afinal de contas, se o administrador encontra-se em ambos os lados de uma negociação, muito dificilmente será totalmente independente para escolher o lado da sociedade que administra¹⁹⁸⁰.

Note-se que o padrão adotado pelo artigo 156 da Lei nº 6.404/76 é diferente do regime legal adotado anteriormente, nos termos do artigo 120 do Decreto-lei nº

¹⁹⁷⁷ No primeiro, o administrador adquire para si, no intuito de obter ganho, bem ou direito que saiba ser de interesse ou necessário à sociedade. No segundo, seu plano funcionando adequadamente, o administrador venderia tal bem ou direito para a sociedade, possivelmente com ganho.

¹⁹⁷⁸ QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas**: estudo de casos. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 90. SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A**: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pp. 43-48. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, pp. 253-254.

¹⁹⁷⁹ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima**: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, p. 61. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, pp. 253-254.

¹⁹⁸⁰ OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014, pp. 253-254.

2.627/40¹⁹⁸¹, que considerava nulo o negócio jurídico celebrado entre a sociedade e seu administrador¹⁹⁸². No atual regime, os negócios jurídicos executados por administradores conflitados são meramente anuláveis, o que representa dizer que podem ser convalidados por órgãos competentes da sociedade, desde que as condições negociais sejam razoáveis ou equitativas, inclusive que estejam em padrões de mercado, ou seja, em moldes similares aos pactuados por partes independentes¹⁹⁸³ ou, ainda, pela ocorrência da prescrição¹⁹⁸⁴.

Perceba-se, contudo, que emerge, aqui, debate semelhante ao visto em relação ao § 1º artigo 115 da Lei nº 6.404/76, acerca da natureza do conflito existente¹⁹⁸⁵. De fato, a polêmica entre o chamado “conflito formal” e o denominado “conflito material” (ou “substancial”) aqui se repete¹⁹⁸⁶. Se a interpretação for no sentido de que basta estar *formalmente* conflitado para não poder tomar parte no ato, o administrador deveria abster-se por completo de sua realização ou deliberação para que se evite a nulidade¹⁹⁸⁷. Se, contudo, o entendimento for no sentido de haver necessidade de verificação posterior de que esteja *materialmente* conflitado para se incorrer em ilegalidade, o administrador poderia realizar ou deliberar acerca do ato de gestão, e a apuração de eventual nulidade dar-se-á sempre *ex post*¹⁹⁸⁸.

¹⁹⁸¹ “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”.

¹⁹⁸² CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 858.

¹⁹⁸³ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016, p. 858. SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 240-245.

¹⁹⁸⁴ V. artigo 179 do Código Civil.

¹⁹⁸⁵ V. item 10.6 *supra*.

¹⁹⁸⁶ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 245-260.

¹⁹⁸⁷ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 245-260.

¹⁹⁸⁸ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 245-260.

Apesar de haver autores que defendam a adoção de interpretação de que o artigo 156 da Lei nº 6.404/76 trate de conflito formal, como Modesto Carvalhosa¹⁹⁸⁹ e Luiz Felipe Duarte Martins Costa¹⁹⁹⁰, ao que tudo indica, prevalece o entendimento de que a análise deva ser feita casuisticamente e *ex post*¹⁹⁹¹. Assim, por exemplo, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França¹⁹⁹², Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁹⁹³, Marcelo Vieira von Adamek¹⁹⁹⁴, Calixto Salomão Filho¹⁹⁹⁵, Luís Felipe Spinelli¹⁹⁹⁶, José Waldecy Lucena¹⁹⁹⁷ e Nelson Eizirik¹⁹⁹⁸ afiliam-se a tal interpretação.

É importante ressaltar, mais uma vez, que o próprio artigo 156 da Lei nº 6.404/76 não determina propriamente a nulidade da decisão administrativa. Aliás, o § 2º do referido artigo determina expressamente que um negócio celebrado com

¹⁹⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003, pp. 313-315.

¹⁹⁹⁰ COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. **Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** (dissertação de mestrado). São Paulo, Universidade de São Paulo: [s.n.], 2006, pp. 101-102.

¹⁹⁹¹ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 245-260.

¹⁹⁹² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 238-240.

¹⁹⁹³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989, pp. 31-32. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia. *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Novos pareceres**. São Paulo: Singular, 2018, pp. 633-634.

¹⁹⁹⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 163-164.

¹⁹⁹⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 89.

¹⁹⁹⁶ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 245-260.

¹⁹⁹⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, pp. 514-517.

¹⁹⁹⁸ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 380-381.

infração ao disposto no § 1º¹⁹⁹⁹ é *anulável*, não nulo. Como consequência, um negócio jurídico celebrado em desatenção ao disposto no referido § 1º produzirá efeitos até que seja efetivamente declarado, por meio de sentença judicial, ineficaz, sendo que tal declaração não retroagirá, surtindo efeitos *ex nunc*²⁰⁰⁰. Ademais, tendo em vista não ser nulo de pleno direito, mas meramente anulável, tal negócio jurídico pode ser objeto de ratificação pelos acionistas, o que não poderia ocorrer em caso de nulidade²⁰⁰¹.

Note-se que há, ainda, mais uma possível consequência. De fato, se o ato administrativo for anulado após análise concreta dos fatos ocorridos, o próprio administrador pode ser colocado em posição de ter de entregar à companhia eventuais vantagens que tenha obtido, conforme disposto na parte final do § 2º do artigo 156 da Lei nº 6.404/76. É o chamado “*disgorgement of profits*”²⁰⁰². O referido artigo 156 não trata de qualquer obrigação de indenizar a companhia, mas tão somente a de entregar a ela eventuais ganhos por ter agido, enquanto administrador, sob conflito de interesses.

O artigo 156 da Lei nº 6.404/76, como faz parecer Luís Felipe Spinelli, dialoga com o direito dos Estados Unidos da América²⁰⁰³. De fato, há, inicialmente, presunção

¹⁹⁹⁹ “Art. 156. [...] § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”.

²⁰⁰⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 240. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.** São Paulo: RT, 1989, pp. 31-32.

²⁰⁰¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 240. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.** São Paulo: RT, 1989, pp. 31-32.

²⁰⁰² SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima.** São Paulo: Malheiros, 2012, p. 178.

²⁰⁰³ SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima.** São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 278-280.

de que os atos administrativos tenham sido levados a cabo de maneira correta. Assim, os administradores estariam protegidos pela primeira parte do *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, aplicando-se a *business judgment rule* para salvaguardá-los. Da mesma forma, suas decisões administrativas também estariam protegidas. Mas tal presunção pode ser deixada de lado caso fundamentadamente se alegue, em via processual, que os administradores agiram em meio a conflito de interesses. Pode-se, a partir daí, deixar de se aplicar a *business judgment rule* para abrir espaço para que os administradores demonstrem que, mesmo agindo sob conflito de interesses, foram inteiramente justos em relação à companhia. Assim, aplica-se, a partir daí, a *entire fairness*.

Conforme visto anteriormente²⁰⁰⁴, em *Weinberger v. UOP, Inc. a Delaware Supreme Court* entendeu que não seria caso de se aplicar a *business judgment rule* em decisão tomada sob conflito de interesses²⁰⁰⁵. Afastou-se, assim, a presunção protetiva trazida pela *business judgment rule*, cabendo aos réus demonstrar que seu comportamento foi completamente justo em relação à sociedade.

A análise judicial, então, volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo decisório por propriamente dito²⁰⁰⁶. Não é o momento adequado para se tentar apurar responsabilidade, mas tão somente verificar se o poder discricionário deles foi exercido adequadamente²⁰⁰⁷. Assim, busca-se apurar se a decisão é justa e razoável para que se resolva entre protegê-la ou anulá-la²⁰⁰⁸.

²⁰⁰⁴ V. item 8.3 *supra*.

²⁰⁰⁵ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 702.

²⁰⁰⁶ *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[i]f the presumption is rebutted, the board’s decision is reviewed through the lens of *entire fairness*, pursuant to which the directors lose the presumption of good business judgment, and where the Court more closely focuses on the details of the transaction and decision-making process in an effort to assess the fairness of the transaction’s substantive terms”.

²⁰⁰⁷ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 65.

²⁰⁰⁸ KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-48.

Uma vez estabelecido que cabe aos acionistas demonstrar que a decisão ou o negócio jurídico é completamente justo, não bastará a eles alegar que acreditavam exercer seus poderes de maneira adequada. Com efeito, como decidiu a *Delaware Supreme Court* nos casos *Weinberger v. UOP, Inc.*²⁰⁰⁹ e *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*²⁰¹⁰, deverá restar claro que a decisão ou o negócio jurídico é fruto de “tratamento justo” (*fair dealing*) e possui “valor justo” (*fair price*).

Ao que parece, há enormes semelhanças entre o artigo 156 da Lei nº 6.404/76 e o conceito de *entire fairness* oriunda da jurisprudência do estado de Delaware. A utilização de tal conceito, aqui, claramente aumenta a eficiência econômica das empresas, pois mantém o poder dos administradores em suas próprias mãos, e não impede de antemão operações que podem, ao final, serem benéficas para a própria sociedade e para os acionistas.

10.6 A ENTIRE FAIRNESS E AS DECISÕES DOS ADMINISTRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS

Como visto anteriormente neste capítulo, o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 dispõe que “[o] administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”. Logo, o referido artigo 158, em parte, representa norma positivada da *business judgment rule* no direito brasileiro. O artigo 158 da Lei nº 6.404/76, de fato, impede a imediata alocação de responsabilidade nos ombros dos administradores. Para que os administradores assumam o múnus de indenizar, aqueles que alegarem descumprimento de deveres fiduciários ou legais deverão apresentar fatos e fundamentos jurídicos para que a presunção protetiva dos administradores deixe de ser aplicada. A proteção dada aos administradores pela *business judgment rule* é a

²⁰⁰⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 710.

²⁰¹⁰ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

regra e aplica-se automaticamente; já o seu afastamento é a exceção e somente ocorre mediante apontamentos precisos e juridicamente aceitáveis.

Mas, note-se, não obstante o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 proteger os administradores da obrigação de indenizar, tal dispositivo legal não é capaz, em nenhum momento, de proteger a própria decisão tomada pelos administradores no seio empresarial, ou de impedir que os órgãos judicantes apliquem suas próprias vontades (ou a dos acionistas), respeitando-se o modelo de *autoridade* descrito por Michael P. Dooley²⁰¹¹.

Outros dispositivos encontrados na Lei nº 6.404/76 regulam a alocação e a atribuição de poderes nas mãos dos administradores. Assim, por exemplo, aplicam-se, neste sentido, os artigos 138, § 1º; 140, IV; 142; 143, IV; e 144. Tais normas também fazem parte da positivação da *business judgment rule* no direito societário brasileiro e assim deve ser entendido.

Em relação às empresas estatais, exceto pelo aumento de atribuições especificamente trazido pela Lei nº 13.303/16, as normas referentes ao processo decisório, as atribuições e os deveres fiduciários genéricos e as responsabilidades dos administradores são as mesmas previstas na Lei nº 6.404/76. Assim, não obstante claramente haver interesse público envolvido, as estatais submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303/16 –, aplicando-se normalmente a *business judgment rule* ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos administradores das empresas estatais e das sociedades de economia mista.

Resta saber, contudo, caso autoridade judicante – judicial ou administrativa – resolva afastar a proteção dada pela *business judgment rule* em decorrência de alegações relativas ao eventual descumprimento dos deveres de diligência e lealdade, se a *entire fairness* pode ser aplicada.

²⁰¹¹ DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992, p. 470.

A solução, ao que parece, é similar à apontada àquela vista nos itens 10.5 e 10.6 *supra*, a saber, revisitar a decisão administrativa com base na *entire fairness*.

A análise que se instaura a partir de então volta-se para os detalhes do negócio jurídico entabulado e para o processo de tomada de decisão por parte dos administradores²⁰¹². Uma vez estabelecido que cabe aos administradores das estatais demonstrar que a decisão empresarial ou o negócio jurídico é completamente justo para a sociedade e para os seus acionistas, não bastará alegarem que acreditavam exercer suas funções de maneira adequada. Com efeito, como decidiu a *Delaware Supreme Court* nos casos *Weinberger v. UOP, Inc.*²⁰¹³ e *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*²⁰¹⁴, os administradores deverão demonstrar que a decisão empresarial ou o negócio jurídico é fruto de “tratamento justo” (*fair dealing*) e tem “valor justo” (*fair price*).

Note-se, conforme a *Delaware Supreme Court* decidiu em ambos os casos, que um e outro - *fair dealing* e *fair price* - devem estar presentes, não sendo suficiente se constatar somente um deles²⁰¹⁵. Em *Weinberger v. UOP, Inc.*, a *Delaware Supreme Court* explica que, para se verificar se houve “tratamento justo”, o órgão julgante deverá analisar o tempo da operação, como foi iniciada, estruturada, negociada, informada aos *directors*, e como a aprovação deles foi obtida²⁰¹⁶. Já para se constatar existir “valor justo”, o órgão julgante deverá levar em consideração os aspectos econômicos e financeiros da operação entabulada, incluindo-se todos os aspectos relevantes, a saber, ativos, preço de mercado, lucros, perspectivas futuras e outros elementos que possam afetar o valor intrínseco ou de mercado das ações da

²⁰¹² *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999), p. 1112. Neste caso, a *Court of Chancery* de Delaware afirmou que “[i]f the presumption is rebutted, the board's decision is reviewed through the lens of *entire fairness*, pursuant to which the directors lose the presumption of good business judgment, and where the Court more closely focuses on the details of the transaction and decision-making process in an effort to assess the fairness of the transaction's substantive terms”.

²⁰¹³ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

²⁰¹⁴ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

²⁰¹⁵ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995), p. 1163.

²⁰¹⁶ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

companhia²⁰¹⁷. Se os administradores das estatais não conseguirem demonstrar que a decisão empresarial tomada ou o negócio jurídico entabulado é completamente justo para a sociedade, o julgador poderá anulá-lo e condená-los a indenizar²⁰¹⁸.

10.7 A *COMPELLING JUSTIFICATION* E A REGRA ANTIDILUIÇÃO DO § 1º DO ARTIGO 170 DA LEI Nº 6.404/76

Toda empresa precisa ser financiada para exercer suas atividades²⁰¹⁹. O contínuo avanço tecnológico, inclusive, aumenta a constante necessidade de acesso a fontes de recursos financeiros²⁰²⁰. Sem financiamento adequado, empresas de todos os tamanhos não podem crescer ou sobreviver²⁰²¹.

O financiamento das atividades empresariais, por sua vez, pode ser feito de inúmeras formas²⁰²². Assim, dos recursos financeiros que a empresa necessita podem vir na forma de dívida ou de capital²⁰²³. Se for na forma de dívida, a expectativa é que, em momento futuro, sejam pagos juros de tempos em tempos e que o principal seja devolvido ao financiador. Se na forma de capital, não existe expectativa inicial de os recursos aportados serem devolvidos pela empresa ao financiador, que terá direito

²⁰¹⁷ *Weinberger v. UOP. Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), p. 711.

²⁰¹⁸ KNEPPER, William E. *et al. Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49.

²⁰¹⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate law*. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 35.

²⁰²⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate law*. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 35.

²⁰²¹ V., neste sentido, sobre as empresas de menor porte, GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. The financing of small and medium-sized enterprises: an analysis of the financing gap in Brazil. *European Business Organization Law Review*, v. 20, n. 4, dez. 2019.

²⁰²² KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. *Business organization and finance: legal and economic principles*. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010, p. 352-353.

²⁰²³ BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate law*. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015, p. 35.

meramente expectativo de crédito, caso a sociedade apure lucro²⁰²⁴. Afinal de contas, o sócio é um credor “residual”, que só terá direito de receber, enquanto acionista ou quotista, após todos os demais credores terem sido pagos e existirem sobras²⁰²⁵⁻²⁰²⁶.

A bifurcação da estrutura de financiamento da sociedade possui uma outra importante consequência. De fato, enquanto o financiador por meio de dívida encontra-se em posição de receber antes do sócio, este, muita vez, possui direito de voto²⁰²⁷, também chamado de “direito político”²⁰²⁸. O voto, que é lançado, via de regra, com base em percentual de participação societária (mesmo que não seja considerado um direito essencial, por não fazer parte da lista exaustiva trazida no artigo 109 da Lei nº 6.404/76), pode ser diretamente afetado por eventuais aumentos de capital. Mesmo os direitos chamados de “econômicos” dos acionistas, alguns inclusive visto como essenciais²⁰²⁹, poderão ser afetados²⁰³⁰. Por isso, a modificação da quantidade de

²⁰²⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, pp. 228-229.

²⁰²⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008, pp. 596-597.

²⁰²⁶ Nos termos do artigo 201 da Lei nº 6.404/76, “[a] companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17”. Já o § 1º do mesmo artigo determina que “[a] distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber”.

²⁰²⁷ V., neste sentido, os artigos 110 e 111 da Lei nº 6.404/76.

²⁰²⁸ ROSMAN, Luiz Albeto Colonna. Modificação do capital social. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.) **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 2009, p. 1382.

²⁰²⁹ Nos termos do artigo 109 da Lei nº 6.404/76, são direitos essenciais dos acionistas participar dos lucros sociais; participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; e retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

²⁰³⁰ Segundo Luiz Alberto Colonna Rosman, as participações acionárias formam verdadeira “coluna mestra” da sociedade anônima, que cria toda a estrutura de relacionamentos imanentes. ROSMAN, Luiz Albeto Colonna. Modificação do capital social. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.) **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 2009, p. 1382.

ações (e, por conseguinte, do capital social) é objeto de regramento específico, notadamente para que os minoritários não sejam desacolhidos²⁰³¹.

De grande importância para o presente trabalho é o previsto no artigo 170 da Lei nº 6.404/76, especificamente o seu § 1º. De fato, o *caput* do referido artigo determina que, uma vez que três quartos do capital social tenha sido integralizado, poderá ser realizado seu aumento. Note-se, contudo, que eventual aumento de capital pode levar – e muita vez o leva – à diluição de antigos acionistas, notadamente os minoritários²⁰³².

O aumento de capital, por si só, não é o problema²⁰³³. Afinal de contas, se a companhia necessita de recursos financeiros, terá de se financiar de alguma maneira²⁰³⁴. A preocupação volta-se para a utilização indevida da possibilidade de se aumentar o capital com o único – ou principal – intuito de diluir os antigos acionistas, notadamente os minoritários, que não subscreverem as novas ações²⁰³⁵. Tal possibilidade, inclusive, poderia representar transferência ilegítima de riqueza dos

²⁰³¹ LAMY FILHO, Alfredo ; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996, p. 466. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 489-490. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas.** 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, atual. e aument. por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, p. 124.

²⁰³² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996, p. 466. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas.** 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, atual. e aument. por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto , p. 124. LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 836. A preocupação do legislador em relação à diluição indevida dos antigos acionistas, notadamente os minoritários, observa-se, ainda, no artigo 171 da Lei nº 6.404/76, que trata do direito de preferência na subscrição em novas emissões. É importante observar que o principal interesse a ser levado em consideração é o da própria companhia. Assim, caso a sociedade necessite de recursos financeiros e lance mão de aumento de capital, o fato de um ou mais acionistas antigos estarem descontentes por serem diluídos não é suficiente para tornar ilegal ou impedir a captação. O problema está relacionado a eventual abuso da faculdade de aumentar o capital societário previsto legalmente.

²⁰³³ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 489-490.

²⁰³⁴ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 489-490.

²⁰³⁵ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 836.

antigos para os novos subscritores²⁰³⁶. Por isso, o § 1º do referido artigo 170, segundo Mauro Rodrigues Penteado e Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, traria "critérios equânimes" para que se determine o preço de emissão de ações²⁰³⁷. Note-se que, se os minoritários, por existência de direito de preferência, acompanharem o aumento de capital, não acontecerá diluição, mesmo havendo o risco de transferência ilegítima de riqueza dos antigos para os novos subscritores, conforme apontado por Mário Engler Pinto Júnior²⁰³⁸. Mas não se pode olvidar que o principal aspecto relaciona-se à impossibilidade ou falta de interesse em participar do aumento de capital.

O § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76 traz diferentes critérios para que a determinação do preço de emissão, a saber: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; ou (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. Por certo que o último dos três critérios depende de dois fatores separados: (i) que ela seja companhia aberta e (ii) que suas ações sejam publicamente negociadas em mercado de bolsa ou de balcão organizado²⁰³⁹. Já os outros dois critérios aplicam-se também às companhias fechadas.

²⁰³⁶ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A capitalização da companhia. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário**: sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2008, pp. 268-269.

²⁰³⁷ PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, atual. e aument. por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, p. 124.

²⁰³⁸ PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A capitalização da companhia. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário**: sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2008, pp. 268-269.

²⁰³⁹ Não bastando, portanto, que, mesmo sendo companhia aberta (e, logo, com registro de emissor perante à CVM) seja da "categoria B" de emissores de valores mobiliários. Nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, "[o] emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias: I – categoria A; ou II – categoria B. § 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários. § 2º O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários: I – ações e certificados de depósito de ações; ou II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor".

O que se percebe é que se busca, como apontam Nelson Eizirik²⁰⁴⁰ e José Waldecy Lucena²⁰⁴¹, nos três critérios apontados, que as ações novas sejam emitidas com base no valor de mercado, afastando-se do contábil, que era permitido no regime legal anterior, do Decreto-lei nº 2.627/40.

O § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76 foi objeto de intenso debate acadêmico e jurisprudencial, até que se firmou o entendimento de que qualquer um dos critérios possa ser adotado para que a seja considerada respeitada a regra antidiluição²⁰⁴². Mas, ao mesmo tempo, aceita-se, hoje, que mais de um critério possa ser adotado conjuntamente.

Dá-se, assim, ampla margem de manobra ao conselho de administração nas companhias que possuam capital autorizado, nos termos do artigo 168 da Lei nº 6.404/76²⁰⁴³⁻²⁰⁴⁴. Pelo poder discricionário dado ao conselho de administração, bastaria, em princípio, observar-se a adequação do preço de emissão para que a regra antidiluição seja plenamente respeitada. Assim, em decisão formalmente correta, os deveres dos conselheiros teriam sido plenamente observados.

²⁰⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, p. 496.

²⁰⁴¹ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 836.

²⁰⁴² O referido § 1º foi até mesmo objeto de reforma legislativa em 1997. Sua redação original era a seguinte: “§ 1º O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las”. Algumas das interpretações feitas à época levaram à conclusão de que os três critérios adotados pelo texto legal anterior eram cumulativas. Com a adoção, pelo legislador, da atual redação, tal dúvida se dissipou e, agora, prevalece a interpretação de que basta a adoção e um dos critérios (apesar de ser legítimo adotar mais de um) para que a lei seja devidamente observada. V., a este respeito, EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011, pp. 489-497.

²⁰⁴³ O referido artigo 168 assim preceitua: “Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. § 1º A autorização deverá especificar: a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas; b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembleia geral ou o conselho de administração; c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões; d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (artigo 172)”.

²⁰⁴⁴ Note-se que o poder para determinar a emissão de ações também é da assembleia geral, como disposto no referido artigo 168.

Note-se, contudo, que, não obstante ser possível observar plenamente um, dois ou três critérios para precificação das ações a serem emitidas e, a princípio, ser aparentemente legal a emissão de ações em aumento de capital, o § 1º abre a porta para um outro problema ainda não plenamente resolvido pelo direito societário brasileiro. De fato, e se a decisão do conselho de administração, mesmo que formalmente perfeita, abrigar motivos ulteriores, voltados para a efetiva diluição dos antigos acionistas, principalmente quando não houver necessidade de captação de recursos para financiar as atividades empresariais da companhia? Tratar-se-ia de diluição “justificada”, como explica José Waldecy Lucena²⁰⁴⁵, ou seria de algo distinto, talvez ilegal, desprotegido pelo direito societário?

Inicialmente, cumpre ressaltar que as decisões tomadas por administradores no seio empresarial estão protegidas pela *business judgment rule*, como amplamente apontado neste trabalho. Logo, a *business judgment rule*, por ser norma de governança que determina a alocação ou atribuição de poder nas mãos dos administradores, deixa claro que, exceto pelos casos de descumprimento de deveres fiduciários ou falta de propósito negocial racional, as decisões tomadas pelos administradores não serão substituídas pela vontade dos sócios ou do Poder Judiciário.

Ao que parece, contudo, mesmo que a decisão esteja formalmente correta e, mesmo que protegida pela *business judgment rule*, há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma “questão empresarial” (“*entreprise issue*”), conforme significado dado por Bayless Manning e William E. Knepper *et al*²⁰⁴⁶, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos

²⁰⁴⁵ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009, p. 850.

²⁰⁴⁶ MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985, p. 5. KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018, p. 2-49.

acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal²⁰⁴⁷.

É o que se vê, como apontado anteriormente neste trabalho²⁰⁴⁸, em *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*²⁰⁴⁹. Neste caso, o *board of directors* tentou frustrar o exercício do direito de voto do maior acionista da sociedade, *Blasius Industries, Inc.*, ao alterar, por sua própria conta, os *bylaws*, para aumentar o número de assentos disponíveis. Não obstante o *board of directors* agir dentro de seus poderes atribuídos por lei e pelos *bylaws*, a *Court of Chancery* de Delaware entendeu que, como a decisão tomada pelos *directors* interferiu no poder de voto dos acionistas, deveria se demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto²⁰⁵⁰. Mesmo que *Court of Chancery* de Delaware tenha concluído que os *directors* tenham agido nos melhores interesses da companhia e tentavam protegê-la, a interferência sem adequada justificativa no direito de voto dos acionistas não pode ser aceita²⁰⁵¹. Note-se, contudo, que a aplicação da *compelling justification* pelos tribunais de Delaware é rara²⁰⁵².

Ao que parece, é possível traçar-se importante paralelo entre a situação descrita no caso *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation* e eventual decisão tomada pelo conselho de administração de uma companhia aberta brasileira no sentido de diluir antigos acionistas sem algum propósito negocial válido.

²⁰⁴⁷ MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of *Blasius Industries v. Atlas Corp.* **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001, p. 935.

²⁰⁴⁸ V. itens 3.2.4 e 8.5 *supra*.

²⁰⁴⁹ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998).

²⁰⁵⁰ RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018, p. 2575.

²⁰⁵¹ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998), pp. 658-65.

²⁰⁵² HUTCHINSON, Harry G. Director primacy and corporate governance: shareholder voting rights captured by the accountability/authority paradigm. **Loyola University Chicago Law Journal**, v. 36, n. 4, 2005, pp. 1125-1126. SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013, p. 646.

10.8 VISÃO DA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA

Aos poucos, alguns dos institutos jurídicos estrangeiros estudados neste trabalho são adotados por órgãos judicantes no Brasil. Assim, o Poder Judiciário, a CVM e o TCU já utilizaram alguns deles para decidir casos que lhes foram trazidos à julgamento. Passa-se, agora, à análise da utilização de tais institutos.

10.8.1 O olhar da CVM

A CVM foi criada por intermédio da Lei nº 6.385/76²⁰⁵³. É uma autarquia federal especial²⁰⁵⁴. Segundo Angela Donaggio, a CVM foi inspirada na CVM americana e possui distintas funções, a saber: (i) regulatória, (ii) autorizadora, (iii) fiscalizadora, (iv) punitiva, e (v) *amicus curiae*²⁰⁵⁵. De especial interesse ao presente trabalho é a função punitiva, exercida com base no artigo 11 da Lei nº 6.385/76²⁰⁵⁶.

²⁰⁵³ Nos termos do artigo 5º da Lei nº 6.385/76, em sua redação original, “[é] instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda”. A atual redação de tal dispositivo legal, conforme dada pela Lei nº 10.411/02, é um pouco diferente: “[é] instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

²⁰⁵⁴ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, p. 90.

²⁰⁵⁵ DONAGGIO, Angela. Capítulo 4 - Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro. In: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 166-175.

²⁰⁵⁶ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais, cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III - (revogado); IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de

É importante ressaltar que, por possuir natureza autárquica, a CVM, mesmo que tenha poderes para punir administrativamente²⁰⁵⁷, por meio de processos sancionadores²⁰⁵⁸, não pode, por exemplo, impor obrigação de indenizar ou mesmo declarar a nulidade de atos praticados por administradores de companhias abertas, já que tais atribuições são do Poder Judiciário. Não obstante, mesmo com poderes limitados em sua função punitiva, de natureza administrativa, a CVM deverá interpretar a lei e aplicá-la corretamente. Por isso, dentro de sua área de atuação, tal autarquia constantemente interpreta e aplica a lei societária brasileira, notadamente a Lei nº 6.404/76.

A CVM, assim, dentro de suas atribuições, de tempos em tempos, é chamada a analisar a aplicabilidade e os limites da *business judgment rule*, tendo em vista que tal instituto jurídico, como já abundantemente visto neste trabalho, influencia diretamente o comportamento dos administradores e suas decisões administrativas. Além da própria *business judgment rule*, a CVM já se manifestou acerca da

vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. § 1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. § 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo. § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. § 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. [...] § 13. Adicionalmente às penalidades previstas no caput deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta. [...].”

²⁰⁵⁷ DONAGGIO, Angela. Capítulo 4 - Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro. In: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 171.

²⁰⁵⁸ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016, p. 127.

aplicabilidade, ao direito societário brasileiro, da *entire fairness*, analisada no presente trabalho.

Hoje, não resta dúvida que a CVM aceita ser aplicável, ao direito societário brasileiro, a *business judgment rule*²⁰⁵⁹. Aliás, de maneira mais ampla, observa-se que o direito societário brasileiro tem sido bastante informado pelo direito comparado²⁰⁶⁰. Mas, ao mesmo tempo, há preocupação de que a influência do direito comparado ocorra com certa parcimônia, levando em consideração as nuances e especificidades do direito societário brasileiro, evitando-se aquilo que Gustavo Tavares Borba chamou de uma possível “delawarização” das decisões emanadas de autoridades brasileiras, notadamente no âmbito da própria CVM²⁰⁶¹. Além disso, a CVM também entende que a *entire fairness* pode ser utilizada como parâmetro de revisão de decisões de administradores, caso se decida não blindar o ato de gestão com base na *business judgment rule* em decorrência, principalmente, de a decisão administrativa ter sido tomada mediante conflito de interesses²⁰⁶².

Assim, a CVM utilizou a *business judgment rule* e a *entire fairness* para analisar a conduta de conselheiros de administração que deliberaram e aprovaram *severance package* dos gestores da companhia²⁰⁶³. A CVM também utilizou a *business judgment rule* para analisar a atuação de gestores de fundos de investimento em operações em que o preço de aquisição de certos títulos foi acima do valor de

²⁰⁵⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, 2012, 2012.

²⁰⁶⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Rel. Dir. Otavio Yazbek, 2013.

²⁰⁶¹ Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013. V. ainda, em direção similar, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Rel. Dir. Otavio Yazbek, 2013.

²⁰⁶² Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/11199. Rel. Dir. Pablo Renteria, 2016. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211. Rel. Dir. Pablo Renteria, 2015. Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013.

²⁰⁶³ Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba., 2013.

mercado, em aparente descumprimento do dever de diligência²⁰⁶⁴. Em outro caso em que se examinou o exercício das funções de administrador de fundo de investimento, a CVM entendeu que a aceitação de ordens vindas diretamente do único quotista do fundo sem o exercício do dever de diligência representa descumprimento de dever fiduciário e impede a aplicação da *business judgment rule*²⁰⁶⁵.

Em caso que envolveu a alta administração de uma companhia aberta, cujas atividades econômicas voltam-se para o setor ferroviário, a CVM absolveu todos os acusados, pois se entendeu que a determinação dos níveis tarifários e de preços por parte da companhia, entrando no campo da discricionariedade, que é protegida pela *business judgment rule*²⁰⁶⁶.

Para a CVM, o fato de os administradores terem feito escolha por emissão pública de valores mobiliários em detrimento de operação privada para financiar as atividades empresariais, mesmo que aquela tenha custos mais elevados que esta, não cria responsabilidade pessoal para os gestores, pois tal decisão encontra-se dentro da discricionariedade negocial e, portanto, protegida pela *business judgment rule*²⁰⁶⁷.

Em caso em que se discutiu o descumprimento do dever de diligência por ausência de implementação de controles internos rígidos e eficientes em relação à contratação e a realização de pagamentos relacionados a serviços publicitários, o diretor-superintendente de companhia aberta que atua no setor de telecomunicações foi absolvido, mesmo não se aplicando, a desempenho de seu cargo, a *business judgment rule*, por se tratar de ato procedimental e não decisão negocial²⁰⁶⁸.

²⁰⁶⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, 2012, 2012.

²⁰⁶⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, 2006.

²⁰⁶⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05. Rel. Dir. Eli Loria, 2009.

²⁰⁶⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574. Rel. Dir. Ana Dolores Moura de Novaes, 2012.

²⁰⁶⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Rel. Dir. Otavio Yazbek, 2013.

Em caso que uma conselheira de administração independente não concordou com a aprovação de operação financeira levada a cabo pelo órgão colegiado e, por isso, enviou correspondência, em seu próprio nome – e não no da companhia aberta em que possui tal cargo – a algumas instituições financeiras, a CVM decidiu não condená-la por ter exercido seus deveres fiduciários, mesmo que de maneira exacerbada, estando, portanto, protegida pela *business judgment rule*²⁰⁶⁹.

A CVM, em caso em que se debateu a responsabilização de administradores e acionistas em relação à distribuição de lucros de companhia aberta, decidiu que eventuais atrasos ou demoras nas decisões administrativas ou deliberações de acionistas não representam desrespeito às normas societárias e estão dentro do poder discricionário dado pela lei, estado protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁷⁰.

Em caso que envolve sociedade de economia mista controlada pela União – uma instituição financeira - e sujeita às normas da Lei nº 6.404/76, e em que se discutiu a responsabilidade de administradores em decorrência de eventual descumprimento do dever de diligência em processo de tomada de decisão de investimento, a CVM decidiu que os administradores exerceram com cuidado suas funções, estando protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁷¹.

Ainda sobre sociedade de economia mista controlada pela União (desta vez, uma companhia aberta, cujas atividades empresariais voltam-se para o setor petrolífero), a CVM, em aresto em que se analisou a responsabilidade de administradores em relação à construção de refinaria, principalmente com base em fatos evidenciados pela chamada “Operação Lava Jato”, decidiu que, não obstante a companhia ter sofrido perdas consideráveis e o caso ter enorme clamor público, alguns dos diretores e conselheiros foram absolvidos ao ser aplicada à *business judgment rule* e ter-se entendido que o dever de diligência foi exercido

²⁰⁶⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476. Rel. Dir. Eli Loria, 2008.

²⁰⁷⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, 2004. É importante ressaltar que, nesta decisão, fala-se em *business judgment rule* “tropicalizada”, aparentemente encontrada no § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76. A este respeito, v. item 10.3.1 *supra*.

²⁰⁷¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, 2007.

suficientemente²⁰⁷². Em outro caso que traz enormes similitudes com o anteriormente citado, inclusive por se referir à mesma sociedade de economia mista controlada pela União e estar relacionado a outro projeto de infraestrutura, a CVM entendeu que alguns dos administradores da companhia devem ser protegidos pela *business judgment rule* por terem exercido adequadamente o dever de diligência²⁰⁷³.

Note-se que a CVM deixou de aplicar a *business judgment rule* para proteger administradores em caso de decisão administrativa de cunho “organizacional” (em contraste à de caráter negocial)²⁰⁷⁴. Além disso, a CVM, em caso que se discutia eventual comportamento abusivo de controlador – a União – em relação à controlada – a Petrobras, uma sociedade de economia mista -, chegou-se à conclusão que não obstante ter sido aplicada a *business judgment rule* para que se deixasse de analisar o mérito de decisão administrativa, declarou-se que a referida autarquia teria o “dever” de ponderar acerca do processo que desaguou no referido ato gerencial²⁰⁷⁵.

Em outra oportunidade, a CVM deixou de aplicar a *business judgment rule* para proteger a ex-presidente de uma companhia aberta que determinou que fosse contratada empresa prestadora de serviços de investigação e espionagem que beneficiaram acionista minoritário²⁰⁷⁶. Em relação à mesma companhia aberta e à mesma executiva, em outra ocasião, a CVM deixou de aplicar a *business judgment rule* para proteger a referida diretora por entender que determinados pagamentos feitos a agências de publicidade não levaram à perda propriamente dita, pois o mérito do processo voltava-se para o descumprimento do dever de diligência²⁰⁷⁷.

²⁰⁷² Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, 2020.

²⁰⁷³ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, 2020.

²⁰⁷⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira., 2019.

²⁰⁷⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, 2017.

²⁰⁷⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007. Rel. Dir. Pablo Renteria., 2016.

²⁰⁷⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/05. Rel. Dir. Eliseu Martins, 2009.

Em mais um caso que envolve a mesma administradora e a mesma companhia aberta, debateu-se a responsabilidade da gestora pela falta de divulgação de fato relevante nos termos da regulamentação em vigor. A CVM decidiu que, caso exista fato relevante a ser divulgado, não tem o gestor poder discricionário quando se trata de questão organizacional (não uma decisão negocial), cujo cumprimento seja determinado por normas vigentes. Por isso, a referida administradora não está protegida pela *business judgment rule*²⁰⁷⁸.

Ainda em relação à mesma companhia aberta e à mesma executiva, a CVM foi chamada a decidir, mais uma vez, sobre a aplicação da *business judgment rule* em discussão relacionada à celebração de acordos para extinguir processos judiciais, ocasião em que a referida diretora deixou de ser condenada com base na regra protetiva oriunda do *common law*²⁰⁷⁹.

A CVM também deixou de proteger, por meio da *business judgment rule*, o controlador de companhia aberta que resolveu aproveitar oportunidade de negócios para si sem oferecê-la para a controlada²⁰⁸⁰. Além disso, a CVM condenou administradores de companhia aberta atuante no setor de energia elétrica, pois se constatou que houve descumprimento do dever de diligência²⁰⁸¹.

Em outra oportunidade, a CVM decidiu caso em que se discutiu a responsabilidade de administradores por descumprimento de dever de diligência em operações com derivativos que levaram a gigantescas perdas financeiras. A CVM entendeu que conselheiros e diretores deixaram de exercer adequadamente o dever de diligência, principalmente pela falta de controles internos e monitoramento de

²⁰⁷⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009. Rel. Dir. Luciana Dias, 2009.

²⁰⁷⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/06. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, 2011.

²⁰⁸⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/1815. Rel. Dir. Eli Loria, 2009.

²⁰⁸¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, 2006. É importante ressaltar que, neste aresto, a CVM admite a utilização da *entire fairness* como padrão de revisão de decisão administrativa caso o administrador encontre-se em situação de conflito de interesses nos termos do § 1º do artigo 156 da Lei nº 6.404/76.

riscos que funcionassem adequadamente. Por isso, os administradores não estariam protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁸².

A CVM foi instada a decidir se administradores de carteira de fundos de investimento deveriam ser responsabilizados por práticas supostamente não condizentes com deveres fiduciários em relação aos cotistas. A referida autarquia decidiu que, em caso de descumprimento de dever de lealdade, os administradores não estarão protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁸³.

É importante ressaltar que não só a CVM aplica a *business judgment rule* em suas decisões. De fato, o Poder Judiciário também o faz, mesmo que de maneira mais tímida, que é o que se analisará a seguir.

10.8.2 Poder Judiciário

A CVM, enquanto autarquia federal especial, possui clara especialização em questões voltadas para o mercado de capitais e para o direito societário aplicável às companhias abertas. Mas, ao mesmo tempo, possui limitações em seu campo de atuação enquanto órgão que compõe a administração pública indireta em sua atividade administrativo-judicante. Por isso, como apontado anteriormente²⁰⁸⁴, sua função punitiva permite a aplicação e utilização da *business judgment rule*, mas de maneira restrita. Assim, não pode aplicar tal instituto jurídico para analisar eventual obrigação de indenizar ou mesmo para evitar declarar a nulidade de atos praticados por administradores de companhias abertas, já que tais atribuições cabem ao Poder

²⁰⁸² Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08. Rel. Dir. Alessandro Broedel Lopes, 2010.

²⁰⁸³ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, 2020.

²⁰⁸⁴ V. item 10.9.1 *supra*.

Judiciário. Por isso, torna-se importante tentar entender como o Poder Judiciário o aplica.

O Poder Judiciário paulista vem, mesmo que de maneira tímida, aplicando a *business judgment rule* em algumas de suas decisões de cunho empresarial. Veja-se, por exemplo, a decisão do TJSP em caso em que se discutiu a legalidade de deliberações dos acionistas acerca (i) da retenção de lucros na forma de reservas para investimento e pesquisa, (ii) da decisão sobre aumento de capital com base em parte das sobras existentes, e (iii) do pagamento de bônus à diretoria, distribuindo-se tão somente dividendos obrigatórios aos acionistas²⁰⁸⁵. Em sua decisão, o TJSP faz referência a um agravo de instrumento tirado contra o processo de primeira instância que deu origem à apelação em comento, em que se deferiu a retenção de tão somente 50% do lucro líquido da companhia, mas que, ao mesmo tempo, manteve o restante da retenção deliberada em assembleia geral e aprovada pela maioria dos acionistas²⁰⁸⁶. No julgamento da apelação, o TJSP Paulo decidiu manter a decisão do agravo de instrumento que, ao mesmo tempo, declarou ser válida a deliberação societária que aprovou retenção parcial de lucros²⁰⁸⁷. Em decorrência da aceitação parcial – e rejeição também parcial – da deliberação acerca da retenção de lucros, o TJSP decidiu anular o aumento de capital da sociedade, feito com base nas reservas existentes²⁰⁸⁸. Por fim, o TJSP decidiu que, não obstante haver previsão estatutária que autorize o pagamento de bônus à diretoria equivalente a até 10% dos lucros do exercício e que tal tipo de pagamento ser praxe de mercado, a deliberação teria sido abusiva, pois representaria uma distribuição de lucros maior ao controlador indireto e a seu filho em prejuízo da minoria, tudo por intermédio do voto da controladora, o que denotaria arbitrariedade²⁰⁸⁹. Apesar de o TJSP ter decidido anular parcialmente as deliberações assembleares, fez-se referência, no que diz respeito às aprovações não

²⁰⁸⁵ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

²⁰⁸⁶ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

²⁰⁸⁷ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

²⁰⁸⁸ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

²⁰⁸⁹ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

anuladas, à *business judgment rule* para proteger o voto dos controladores (pois não se tratou de decisão de administrador)²⁰⁹⁰.

Em outra ocasião, o TJSP foi instado – em caráter de urgência e antecedente a ajuizamento de procedimento arbitral - a decidir sobre a legalidade de negócios jurídicos relacionados a compras antecipadas de passagens aéreas celebrados entre uma empresa de aviação de capital aberto e uma companhia aberta por ela controlada e que tem suas atividades econômicas voltadas para o desenvolvimento e gerenciamento de programa de fidelização de clientes²⁰⁹¹. Os negócios jurídicos, segundo os autores, estariam maculados pela falta de observância de procedimentos estatutários e em decorrência do exercício abusivo de poder de controle²⁰⁹². Curiosamente, não obstante o TJSP não ter se pronunciado acerca da aplicabilidade da *business judgment rule* para proteger as decisões tomadas pelos administradores, decidiu não afastar a eficácia dos negócios jurídicos celebrados, principalmente com base nos poderes e atribuições dos gestores e de tais operações serem corriqueiramente cursadas²⁰⁹³.

Há, ainda, dois casos do TJSP em que se menciona a *business judgment rule* de passagem, mas, ao que parece, a aplicação da referida regra não é feita de maneira adequada. Em um deles, o TJSP, debateu o cabimento da desconsideração de personalidade jurídica, mas não propriamente a validade (ou invalidade) de decisão de conselho empresarial, ou mesmo se os administradores devem ou não ser protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁹⁴. Em rápida passagem em um dos votos proferidos afirmou-se que “[...] o insucesso empresarial não é sinônimo de fraude (*Business Judgment Rule*)”²⁰⁹⁵. No outro caso, debateu-se a necessidade e a admissibilidade de procedimento de desconsideração de personalidade jurídica sem também se discutir

²⁰⁹⁰ Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, 2019.

²⁰⁹¹ Agravo de Instrumento nº 2209410-69.2020.8.26.0000, 2021.

²⁰⁹² Agravo de Instrumento nº 2209410-69.2020.8.26.0000, 2021.

²⁰⁹³ Agravo de Instrumento nº 2209410-69.2020.8.26.0000, 2021.

²⁰⁹⁴ Agravo de Instrumento nº 2199130-73.2019.8.26.0000, 2020.

²⁰⁹⁵ Agravo de Instrumento nº 2199130-73.2019.8.26.0000, 2020.

a validade (ou invalidade) de decisão de cunho empresarial, ou mesmo se os administradores devem ou não ser protegidos pela *business judgment rule*²⁰⁹⁶. Neste caso, também de passagem e aparentemente fora de contexto, afirmou-se que “[n]ecessitamos de uma regra de julgamento do negócio a fim de que a credora não seja prejudicada pela eternização do feito e a demonstração inequívoca de processos societários sucessórios (*Business Judgment Rule*)”²⁰⁹⁷.

Por fim, em um caso de lavra do STJ em que se debateu a responsabilidade de acionista controlador de instituição financeira que aprovou a aquisição do controle de outra instituição financeira em operação que, posteriormente, demonstrou-se deletéria sob o ponto de vista financeiro, ocasionando diluição injustificada e perdas para os acionistas minoritários²⁰⁹⁸. O STJ decidiu que, de acordo com a *business judgment rule*, não cabe ao Poder Judiciário “[...] adentrar o mérito das decisões tomadas pelo acionista controlador na condução dos negócios sociais, ressalvada a hipótese de abuso do poder de controle [...]”²⁰⁹⁹. Além disso, decidiu o STJ que “[h]avendo razões de ordem econômica ou administrativa para a proposta de aumento de capital social, sobretudo quando tal medida é indispensável à própria sobrevivência da empresa, considera-se justificada a diluição da participação dos sócios minoritários, aos quais deve ser assegurado o direito de preferência na aquisição das novas ações, nos termos do artigo 170, § 1º, da Lei nº 6.404/1976”²¹⁰⁰.

10.8.3 TCU

²⁰⁹⁶ Agravo Interno nº 2169296-93.2017.8.26.0000/50000, 2017.

²⁰⁹⁷ Agravo Interno nº 2169296-93.2017.8.26.0000/50000, 2017.

²⁰⁹⁸ Recurso Especial nº 1.337.265 - SP (2012/0161659-3), 2018.

²⁰⁹⁹ Recurso Especial nº 1.337.265 - SP (2012/0161659-3), 2018.

²¹⁰⁰ Recurso Especial nº 1.337.265 - SP (2012/0161659-3), 2018.

O TCU é órgão de controle externo regido pela Constituição Federal²¹⁰¹ e pela Lei nº 8.443/92. É, nos termos do *caput* do artigo 71 da Constituição Federal, órgão auxiliar do Poder Legislativo, sem dele fazer parte ou estar a ele subordinado²¹⁰². É órgão técnico sem natureza jurisdicional e sem vinculação hierárquica com qualquer dos três Poderes constitucionalmente previstos, não obstante ser auxiliar do Legislativo²¹⁰³. Além disso, não possui personalidade jurídica²¹⁰⁴. A ideia por detrás de tal controle é a necessidade de se evitar, dentro do poder discricionário do agente público, o exercício do poder de forma arbitrária²¹⁰⁵.

As atribuições e a competência do TCU encontram-se tanto na Constituição Federal quanto na Lei nº 8.443/92. Note-se que, como bem apontado por André Rosilho, as competências e atribuições previstas neste último diploma legal são mais amplas do que aquelas previstas no texto constitucional²¹⁰⁶.

Mas como que o TCU se relaciona com o presente trabalho? De maneira muito simples: justamente pela delimitação constitucional e legal das atribuições e da competência do referido órgão. De fato, nos termos dos incisos II, III, IV, V, VIII, IX e XI do artigo 71 da Constituição Federal²¹⁰⁷, bem como no artigo 1º da Lei nº

²¹⁰¹ V., principalmente, os artigos 70 a 73 da Constituição Federal.

²¹⁰² ROSILHO, André. **Tribunal de contas a União** - competências, jurisdição e instrumentos de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 35. MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 387.

²¹⁰³ MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 387.

²¹⁰⁴ Resp. nº 121.053/PB - 97/0013299-4, 1997.

²¹⁰⁵ ROSILHO, André. **Tribunal de contas a União** - competências, jurisdição e instrumentos de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 19.

²¹⁰⁶ ROSILHO, André. **Tribunal de contas a União** - competências, jurisdição e instrumentos de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 131.

²¹⁰⁷ “Art. 71. O controle externo, a cargo do Congresso Nacional, será exercido com o auxílio do Tribunal de Contas da União, ao qual compete: [...] II - julgar as contas dos administradores e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos da administração direta e indireta, incluídas as fundações e sociedades instituídas e mantidas pelo Poder Público federal, e as contas daqueles que derem causa a perda, extravio ou outra irregularidade de que resulte prejuízo ao erário público; III - apreciar, para fins de registro, a legalidade dos atos de admissão de pessoal, a qualquer título, na administração direta e indireta, incluídas as fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público, excetuadas as nomeações para cargo de provimento em comissão, bem como a das concessões de aposentadorias, reformas e pensões, ressalvadas as melhorias posteriores que não alterem o fundamento legal do ato concessório; IV - realizar, por iniciativa própria, da Câmara dos Deputados, do

8.443/92²¹⁰⁸, as empresas estatais submetem-se ao TCU. É importante ressaltar que tais normas não mencionam expressamente as companhias – abertas ou fechadas – ou algo que o valha, mas tão somente os entes que compõem a administração indireta (bem como seus administradores), e as empresas estatais controladas pela União inserem-se em tal horizonte²¹⁰⁹. Mas, mesmo que pudesse existir qualquer dúvida acerca da competência do TCU para lidar com tais empresas, o artigo 87 da Lei nº 13.303/16, dirime qualquer controvérsia²¹¹⁰.

Em decorrência de suas competências e atribuições, o TCU foi instado a se manifestar, em momentos distintos, acerca da *business judgment rule*.

Em um dos casos, analisou-se a responsabilidade de administradores de sociedade de economia mista controlada pela União (uma companhia aberta, cujas

Senado Federal, de Comissão técnica ou de inquérito, inspeções e auditorias de natureza contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial, nas unidades administrativas dos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário, e demais entidades referidas no inciso II; V - fiscalizar as contas nacionais das empresas supranacionais de cujo capital social a União participe, de forma direta ou indireta, nos termos do tratado constitutivo; [...] VIII - aplicar aos responsáveis, em caso de ilegalidade de despesa ou irregularidade de contas, as sanções previstas em lei, que estabelecerá, entre outras cominações, multa proporcional ao dano causado ao erário; IX - assinar prazo para que o órgão ou entidade adote as providências necessárias ao exato cumprimento da lei, se verificada ilegalidade; [...] XI - representar ao Poder competente sobre irregularidades ou abusos apurados”.

²¹⁰⁸ “Art. 1º Ao Tribunal de Contas da União, órgão de controle externo, compete, nos termos da Constituição Federal e na forma estabelecida nesta Lei: I - julgar as contas dos administradores e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos das unidades dos poderes da União e das entidades da administração indireta, incluídas as fundações e sociedades instituídas e mantidas pelo poder público federal, e as contas daqueles que derem causa a perda, extravio ou outra irregularidade de que resulte dano ao Erário; II - proceder, por iniciativa própria ou por solicitação do Congresso Nacional, de suas Casas ou das respectivas Comissões, à fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial das unidades dos poderes da União e das demais entidades referidas no inciso anterior; [...] IV - acompanhar a arrecadação da receita a cargo da União e das entidades referidas no inciso I deste artigo, mediante inspeções e auditorias, ou por meio de demonstrativos próprios, na forma estabelecida no Regimento Interno; V - apreciar, para fins de registro, na forma estabelecida no Regimento Interno, a legalidade dos atos de admissão de pessoal, a qualquer título, na administração direta e indireta, incluídas as fundações instituídas e mantidas pelo poder público federal, excetuadas as nomeações para cargo de provimento em comissão, bem como a das concessões de aposentadorias, reformas e pensões, ressalvadas as melhorias posteriores que não alterem o fundamento legal do ato concessório; [...]”.

²¹⁰⁹ V. item 9.7 *supra*.

²¹¹⁰ “Art. 87. O controle das despesas decorrentes dos contratos e demais instrumentos regidos por esta Lei será feito pelos órgãos do sistema de controle interno e pelo tribunal de contas competente, na forma da legislação pertinente, ficando as empresas públicas e as sociedades de economia mista responsáveis pela demonstração da legalidade e da regularidade da despesa e da execução, nos termos da Constituição”.

atividades empresariais voltam-se para o setor petrolífero) no que diz respeito às perdas incorridas pelo erário relacionadas à implantação de um complexo petroquímico considerado economicamente inviável (inclusive com fatos evidenciados pela chamada “Operação Lava Jato”). O TCU, em sua decisão, entendeu que os administradores não estariam protegidos pela *business judgment rule*, pois representaria “[...] abordagem estritamente formalista [...]”²¹¹¹. Segundo decidiu o TCU, os administradores devem ser condenados (e, portanto, não protegidos pela *business judgment rule*), pois o “[...] arcabouço legal e normativo adotado como critério [...] deve ser interpretado de acordo com o fim a que se destina e não como mera figura jurídica”. Além disso, o TCU entendeu que não basta que, formalmente, os deveres dos administradores tenham sido cumpridos. Assim, erro grosseiro na atuação não permite a aplicação da regra protetiva oriunda do *common law*²¹¹².

Em outro caso que envolveu a mesma sociedade de economia mista controlada pela União, relacionado à celebração de contrato relativo à construção de terminal aquaviário, que foi reiteradamente aditado e cujo preço foi constantemente elevado, o TCU novamente foi chamado a decidir sobre a aplicabilidade da *business judgment rule*²¹¹³. Um detalhe importante do caso é que a estatal assinou Autorizações de Serviços para o início das obras sem que autorizações da Agência Nacional de Transportes Aquaviários e da Secretaria do Patrimônio da União tivessem sido emitidas, o que ocasionou a interrupção da prestação dos serviços. Tal paralização impactou a execução do contrato levou à assinatura de um instrumento particular de transação extrajudicial em que a estatal admitiu ser devedora de ressarcimento de custos à contratada²¹¹⁴. Por isso, o TCU entendeu que os administradores da estatal não estariam protegidos pela *business judgment rule*, que somente salvaguarda atos regulares de gestão, o que não seria o caso dos autos²¹¹⁵. Além disso, o TCU entendeu que a *business judgment rule* protege tão somente decisões estratégicas da

²¹¹¹ Relatório de Auditoria TC 006.981/2014-3, 2014.

²¹¹² Relatório de Auditoria TC 006.981/2014-3, 2014.

²¹¹³ Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7, 2021.

²¹¹⁴ Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7, 2021.

²¹¹⁵ Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7, 2021.

administração, mas não as de natureza operacional, principalmente quando são contrárias a normativo legal, o que seria o caso da contratação vista, por ter ocorrido sem qualquer condicionante, mesmo que autorizações de caráter regulatório ainda fossem necessárias²¹¹⁶.

Por fim, em mais um caso que envolve a mesma estatal petrolífera, discutiu-se a responsabilidade de administradores em relação às perdas relativas à aquisição de refinaria localizada nos Estados Unidos da América por sociedade constituída naquele país e controlada pela sociedade de economia mista brasileira²¹¹⁷. Neste caso, os administradores foram divididos, basicamente, em alguns grupos distintos. Mas, grosso modo, aqueles que, de alguma maneira, envolveram-se atividades consideradas delituosas (notadamente os diretores e os que, de alguma maneira, intermediaram a aquisição da refinaria), mesmo alegando que estariam protegidos pela *business judgment rule*, foram pessoalmente responsabilizados, principalmente pelo fato que a regra oriunda do *common law* não ter o condão de salvaguardar aqueles que descumprem seus deveres fiduciários, notadamente por terem recebido vantagens indevidas, em desacordo com o dever de lealdade, ou mesmo agindo mediante dolo²¹¹⁸. Outros administradores, no entanto, notadamente membros do conselho de administração, concluiu o TCU, poderiam fiar-se, mesmo que com certas restrições, nas informações que lhes foram transmitidas por outros gestores (muitas vezes, os próprios diretores que agiram de má-fé e com o intuito de obter vantagens ilícitas)²¹¹⁹. Portanto, tais administradores estariam protegidos pela *business judgment rule* e não poderiam ser pessoalmente responsabilizados²¹²⁰.

²¹¹⁶ Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7, 2021.

²¹¹⁷ Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0, 2021.

²¹¹⁸ Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0, 2021.

²¹¹⁹ Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0, 2021.

²¹²⁰ Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0, 2021.

11 CONCLUSÃO

Percorreu-se, ao longo deste trabalho, um caminho que passou pela análise econômica, pela visão histórica, pelo direito comparado e, finalmente, à utilização da *business judgment rule* (e alguns de seus desdobramentos) no direito brasileiro.

Como se viu no Capítulo 2, a delegação – enquanto fenômeno econômico – vista nas atividades empresariais faz surgir a relação *principal-agent*. A delegação conduz à divisão do trabalho, que leva a maiores índices de eficiência econômica. A delegação e a relação entre *principals* e *agents* gera, ainda, a assimetria informacional e o desalinhamento de interesses.

Para lidar com os problemas de assimetria informacional e de desalinhamento de interesses emergem os chamados *agency costs*. O direito societário pode ser utilizado para lidar com os *agency costs*, de maneira a tentar reduzi-los.

Já se sabe que é muito difícil determinar *ex ante* de maneira detalhada o comportamento dos *agents*. Não obstante, existem várias técnicas para se tentar fazer com que os *agents* venham a tomar decisões de maneira a levar em consideração os interesses dos *principals*. Tais técnicas geralmente não são utilizadas isoladamente.

Das estratégias regulatórias que o direito proporciona, as mais conhecidas são aquelas que proíbem ou limitam os *agents* de tomar determinadas decisões que possam atingir diretamente os interesses dos *principals*. A proibição pode ser feita por meio da criação e imposição de (i) *regras precisas* que determinem serem ilegais determinados comportamentos precisamente delineados, ou (ii) *padrões abertos* (ou *standards*), que deixam a determinação exata se houve (des)cumprimento da lei nas mãos de um julgador, que tomará decisão *ex post*.

A legislação deve ser editada não com base em meros *motivos*, mas com fulcro em *justificativas técnicas* legítimas. Torna-se necessário escolher *ex ante*, com base em tais justificativas técnicas, quais são os objetivos esperados da legislação, inclusive para que se possa verificar, *ex post*, se foram atingidos. No caso específico

do direito societário, as justificativas técnicas, segundo devem ser (i) alcançar maior eficiência e desenvolvimento econômicos, e (ii) reduzir comportamento oportunístico.

Em tese, várias estratégias podem estar disponíveis e coexistir, mas o legislador pode não ter acesso a todas. A estratégia de se utilizar regras precisas e padrões abertos acima apontada, se implementada adequadamente, pode ser bastante eficiente, notadamente se as pessoas às quais se direcionarem os comandos legais estiverem bem-informadas acerca do que é permitido ou proibido.

Regras precisas trazem padrões objetivos, já que especificam de antemão exatamente o que é proibido ou permitido (a depender do caso), cabendo ao julgador somente verificar se os fatos ocorridos na vida real são os mesmos positivados. Já um padrão aberto (ou *standard*) deixará nas mãos daquele com competência para julgar o trabalho de determinar *ex post* o alcance da norma e o que é permitido ou proibido.

Regras muito precisas podem levar a dois fenômenos distintos, mas relacionados a “*overinclusion*” e a “*underinclusion*”. Para as relações e questões societárias internas e complexas, parece ser menos adequado fiar-se somente em regras precisas. A explicação é simples: em se tratando de questões complexas, há grande chance de ocorrer o fenômeno da *underinclusion* anteriormente descrito, o que facilitaria a utilização de lacunas legais para que se coloque em risco toda a estratégia regulatória pretendida. A *business judgment rule*, que foi criada jurisprudencialmente, deve ser vista como resposta a eventuais efeitos deletérios da tentativa de se determinar de antemão o alcance de dever fiduciário.

No Capítulo 3, viu-se que administradores de sociedades anônimas tomam decisões de todos os tipos. Após serem tomadas, os resultados podem ou não ser os esperados. Independentemente dos resultados obtidos, os administradores são sempre obrigados a permanecer leais e agir diligentemente em relação às companhias que administram.

A *business judgment rule* determina que as decisões negociais tomadas por gestores serão protegidas e que os administradores não serão, via de regra,

pessoalmente responsabilizados por eventuais prejuízos ou perdas sofridas pela companhia.

A proteção dada pela *business judgment rule* pode ser vista como *contraponto* aos deveres fiduciários tradicionais, já que presume serem corretas as decisões tomadas pelos administradores, mesmo nos casos em que, *posteriormente*, sejam consideradas absolutamente equivocadas, ou que até mesmo tenham ocasionado a derrocada da empresa.

A limitação imposta à intervenção judicial trazida pela *business judgment rule* decorre da própria lógica das normas de direito societário, normalmente configuradas para tentar harmonizar dois valores que competem entre si, a saber, a *autoridade* e a *responsabilidade*. Assim, são preservados os poderes decisórios (e discricionários) dos conselheiros (por meio da autoridade), de um lado, bem como a possibilidade de responsabilizá-los por suas decisões, de outro lado.

A existência e utilização da empresa enquanto ente centralizador da atividade econômica justificam-se pela redução de *transaction costs* normalmente encontrados em operações cursadas livremente no mercado.

É indispensável que, no dia a dia das atividades empresariais, os administradores tenham liberdade suficiente para tomar decisões empresariais a qualquer momento. É essencial possuírem espaço de manobra para se adaptarem e resolverem problemas tão logo apareçam. Por isso, necessitam de poder discricionário amplo para constantemente agir e tomar toda sorte de decisões em nome da sociedade que representam.

A *business judgment rule* coloca-se, em primeiro lugar, como regra de governança, pois determina a alocação ou atribuição de poder no seio empresarial nas mãos dos administradores. A alocação de poderes trazida pela discricionariedade intrínseca à *business judgment rule* preclui que terceiros que não sejam administradores tentem impor aquilo que entenderem ser melhor para a sociedade.

Em segundo lugar, a *business judgment rule* tenta evitar que os administradores tenham receio de assumir riscos. De fato, para que a empresa prospere, assumir riscos fará parte do dia a dia dos administradores. Se forem pessoalmente responsabilizados todas as vezes que uma decisão empresarial leve à perda, estarão pouco propensos a assumir qualquer risco e, assim, a empresa não avançará. Administrar, afinal de contas, é obrigação de meio, não de resultado.

A *business judgment rule* é considerada “*deferential*”, pois os administradores não terão suas decisões revistas judicialmente e não lhes será imputada responsabilidade de indenizar.

A presunção protetiva trazida pela *business judgment rule* não é absoluta e pode ser derrubada, mesmo que isso não seja tarefa fácil. Quando isso acontece, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá aos administradores demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas.

Existe um outro padrão de revisão judicial adotado pelos tribunais do estado de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, normalmente aplicado quando *potencialmente* existir conflito de interesses.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma decisão essencialmente empresarial, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas. Se a decisão tomada pelos *directors* tinha como resultado reduzir o poder de voto dos acionistas, os referidos administradores deveriam demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto.

No Capítulo 4, viu-se que a *business judgment rule* origina-se e desenvolve-se da *equity* a partir da jurisprudência do sistema jurídico do *common law*, remontando ao direito inglês do século 18. Assim, a *business judgment rule* é fruto de construção jurisprudencial da *equity* dentro do *common law* enquanto sistema jurídico.

Os juízes de *equity*, chamados de *chancellors*, sempre tiveram posicionamento que hoje seria visto como “ativista” e, como resultado, inseriram olhar prospectivo ao *common law*, principalmente para tentar combater abusos.

A *equity* desenvolveu-se em tribunais chamados de “*Courts of Chancery*”, cujos juízes sempre foram chamados de “*chancellors*”. Tais tribunais julgavam casos de partes descontentes com decisões emanadas de tribunais de *common law*, cujas regras e procedimentos, com o passar do tempo, tornaram-se muito formais e estritos, e, portanto, injustos. Os *chancellors*, assim, poderiam revisar decisões embasadas no *common law*, na busca pelo justo.

O primeiro caso que traz algumas das ideias que mais tarde passaram a integrar a *business judgment rule* é datado de 1723, da *Court of Chancery* inglesa.

Neste momento, apesar de não haver propriamente uma divisão entre direito inglês e direito americano, pois o território que hoje compõe os Estados Unidos da América ainda era composto por colônias inglesas, havia relevante discussão acerca da aplicabilidade do *common law* inglês nas possessões mantidas na América. Apesar de importantes juristas daquela época entenderem que somente leis originárias do Parlamento inglês deveriam ser aplicadas nas colônias, o *common law* inglês era constantemente utilizado nas fundamentações de decisões de lavra de juízes na América.

Mesmo com a independência das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, com a inauguração imediata de sistema jurídico novo, ou mesmo a criação instantânea de um novo regime legal, como um *common law* americano. Por isso, observa-se grande continuidade entre os direitos inglês e americano, mesmo nos primeiros anos após a independência.

Já no Capítulo 5, viu-se que não obstante ter sido travado acalorado debate acadêmico acerca da inaplicabilidade do *common law* inglês às colônias, tal regime legal era constantemente aplicado em decisões judiciais em território americano.

Mesmo com a independência das 13 colônias, não houve descontinuidade imediata em relação ao *common law* inglês, com a inauguração imediata de sistema jurídico novo. Observa-se grande continuidade entre o direito inglês e o americano, mesmo nos primeiros anos após a emancipação política.

O distanciamento maior e mais facilmente perceptível entre o *common law* inglês e o americano aconteceu somente no século 19, pois os juízes passaram a perceber que influenciariam o comportamento humano para além dos casos individuais que julgavam.

O direito americano – incluindo os princípios de *equity* nele observados - encontra-se dentro da “família” do *common law* enquanto sistema jurídico. Mas, por bom tempo, discutiu-se a adequação da aplicação da *equity* nos Estados Unidos da América. A partir do século 18, e seguindo a tradição inglesa, o *common law* amadurece e torna-se menos flexível, surgindo espaço para a *equity* emergir e ser aplicada tanto em tribunais próprios quanto nos de *common law*. Delaware é um caso muito interessante, que teve sua *Court of Chancery* criada em 1792, quando da promulgação de sua constituição.

A notoriedade da *Court of Chancery* em matéria societária foi sobremaneira expandida, notadamente para fora dos limites geográficos dos Estados Unidos da América durante a década de 1980, em decorrência de célebres casos de aquisições hostis de controle que culminaram por ser discutidos judicialmente.

A determinação *a posteriori* do conteúdo dos padrões abertos, com a construção caso a caso dos direitos e deveres dos administradores, representa tarefa árdua e que leva bastante tempo e depende de tribunal que saiba lidar adequadamente com questões societárias. Por isso, os tribunais do estado de Delaware ocupam especial lugar no direito societário dos Estados Unidos da América. Afinal de contas, foi na jurisprudência do estado de Delaware que a *business judgment rule* encontrou seu verdadeiro lar e evoluiu plenamente.

No Capítulo 6, viu-se que há diferenças significativas entre os regimes jurídicos, de governança e de dispersão (e concentração) de controle acionário ao

redor do mundo. Não obstante, problemas jurídicos similares podem aparecer em vários países. A troca de experiência entre os diversos países, integrantes ou não do mesmo sistema jurídico, pode ser bastante positiva na busca das melhores soluções. Há influência “cruzada” dos regimes jurídicos de diversos países e sistemas, que se apresenta cada vez maior.

O direito societário americano também exerce influência ativa sobre outros regimes mundo afora, inclusive em relação às legislações inglesa, alemã, italiana e brasileira. Isso se observa claramente ao longo do presente trabalho, focado em estudar um instituto jurídico, cujas origens são encontradas na Inglaterra, mas que efetivamente se desenvolveu nos Estados Unidos da América e fixou seu lar definitivo na jurisprudência do estado de Delaware.

Inúmeros países e seus respectivos regimes jurídicos aderiam à ideia de que os administradores constantemente tomam decisões sob condição de incerteza, e que a adoção de padrão excessivamente rigoroso de dever de diligência abrirá espaço para que o Poder Judiciário, decidindo retrospectivamente, puna conselheiros de administração e diretores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade, independentemente de se constatar qualquer culpa ou dolo, o que seria pouco salutar, pois a atividade empresarial será menos eficiente sob o ponto de vista econômico. Logo, a adoção de alguma forma da *business judgment rule*, mesmo em países que não adeptos do *common law* enquanto regime jurídico, tornou-se comum.

A *business judgment rule* foi positivada no direito alemão por meio da edição, em 2005, da UMAG. Assim como visto nos Estados Unidos da América, a aplicação da *business judgment rule* ao direito alemão serve para evitar que o Poder Judiciário decida *ex post* e puna administradores pelo simples fato de determinadas decisões empresariais terem ocasionado perdas à sociedade.

Diferentemente do que se viu na Alemanha, a *business judgment rule*, na Itália, não foi positivada. Não obstante, sua aceitação é ampla, tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência. Note-se, contudo, que, por falta de delimitação legal clara, o escopo e os critérios de aplicação da *business judgment rule* ainda são objeto de

certa controvérsia. Assim, por exemplo, de um lado, há interpretação de que a aplicação da *business judgment rule* independeria das habilidades do administrador. Mas há, por outro lado, a visão de que as habilidades pessoais do administrador também devam ser levadas em consideração, o que representaria dizer que a aplicação da *business judgment rule* dar-se-ia de maneira mitigada. Apesar de existirem duas linhas de pensamento distintas, as diferenças seriam menos importantes do que aparentam, sendo que a vertente que prevaleceu foi a que aplica a versão mais forte da *business judgment rule* e garante proteção maior aos administradores.

Em Portugal, a regra que protege os administradores nos moldes da *business judgment rule* foi positivada. Com efeito, o artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, cria uma regra de imunidade que combate a presunção de culpa relacionada à atuação dos administradores. Para a aplicação da regra de isenção de responsabilidade do artigo 72, 2, do Código das Sociedades Comerciais, contudo, alguns requisitos deverão ser observados. Em primeiro lugar, o administrador deverá provar ter agido em termos informados, em decorrência do exercício do dever de cuidado. Em segundo lugar, o administrador deverá observar plenamente o dever de lealdade, pois deverá estar comprovadamente “livre de qualquer interesse pessoal”. Por fim, deverá, o administrador, comprovar ter agido dentro de critérios de racionalidade empresarial.

No Capítulo 7, viu-se que o direito societário do estado de Delaware é considerado o mais importante dos Estados Unidos da América.

Apesar de as regras precisas e bem-redigidas servirem para influenciar positivamente o comportamento humano, os padrões legais abertos (*standards*), em que o alcance das normas fica para ser determinado posteriormente pelo Poder Judiciário, são mais flexíveis e podem ser facilmente adaptados *ex post* quando necessário, sem inevitáveis e constantes reformas legislativas. O direito societário do estado de Delaware segue, em boa parte, o modelo de *standards*.

A estrutura típica formal de controle e operações das *corporations* de Delaware é formada por três “grupos” diferentes em composição e funções: (i) o

composto pelos acionistas (assembleia geral); (ii) o formado pelos *directors* (o *board of directors*); e (iii) os *officers*.

Os *shareholders* poderão exercer poder de controle em relação à sociedade, em boa parte, por meio da eleição dos membros do *board of directors*. O *board of directors* é órgão obrigatório em todas as *corporations* constituídas em Delaware. Os *directors* terão poder de mando efetivo, já que a lei societária lhes outorga poderes gerenciais amplos e centralizados. Assim, a lei societária dá aos *directors* o poder para gerenciar o dia a dia da *corporation*.

Note-se, contudo, que é muito comum, notadamente companhias abertas, que o gerenciamento efetivo seja delegado aos *officers*, que se tornam responsáveis pelos afazeres diários da sociedade, colocando o *board of directors* em posição de supervisão do que propriamente em função executiva.

No direito societário do estado de Delaware, os deveres fiduciários ocupam lugar relevante, notadamente para guiarem adequadamente os administradores das *corporations* no exercício do poder discricionário que lhes é atribuído.

No direito societário de Delaware, os deveres fiduciários cumprem duas funções bastante diferentes. Em primeiro lugar, os administradores devem ser absolutamente justos e honestos na busca e na realização de seus interesses pessoais. Em segundo lugar, o dever de diligência tenta evitar que o administrador execute suas funções com desleixo e descaso em relação à sociedade.

Tais deveres fiduciários que, a princípio, seriam aplicáveis somente ao *board of directors*, também deverão ser plenamente observados pelos *officers*. A falta de direcionamento legislativo não impediu que a jurisprudência pacificasse a discussão.

Além dos administradores, a jurisprudência do estado de Delaware entende que os acionistas controladores também possuem dever fiduciário – especificamente, o de lealdade – em relação aos minoritários e à própria sociedade.

Para que a decisão administrativa seja protegida pela *business judgment rule*, o administrador deverá ter observado o dever de lealdade, em decorrência da fé que

lhes é consignada. Assim, *directors* e *officers* devem sempre agir – e demonstrar que o fizeram – de boa-fé e escrupulosamente em relação à sociedade que administram.

Em situações em que possam ter ou receber benefício pessoal em detrimento da sociedade ou de seus acionistas, os administradores deverão demonstrar que agiram de maneira adequada em termos econômicos justos para a companhia.

Já que aos *directors* e os *officers* são conferidos poderes para gerenciar o acervo patrimonial social, também lhes são atribuídas responsabilidades de por ele zelar. Mesmo que de maneira indireta, tais administradores também deverão proteger os interesses financeiros dos acionistas e demais investidores. Por isso, tais administradores devem sempre agir diligentemente e prudentemente ao tomarem decisões no âmbito da sociedade.

Tal cuidado deve ser exercido mediante razoável obtenção e devida consideração de todas as informações relevantes relacionadas às decisões a serem tomadas. Em outras palavras, os administradores somente devem tomar decisões no âmbito societário se estiverem prévia e razoavelmente informados dos aspectos mais importantes.

Viu-se no Capítulo 8 que a presunção criada pela *business judgment rule* de que os administradores são cumpridores de seus deveres fiduciários está no âmago do direito societário americano, notadamente no de Delaware. Mas a proteção trazida por tal instituto jurídico pretoriano não é considerada absoluta, pois pode ser colocada de lado em alguns casos, apesar de alocar sobre os autores do processo a incumbência de alegar adequadamente a inobservância de deveres fiduciários.

Tendo disso tomada uma decisão empresarial, a *business judgment rule* traz presunção intrínseca que protege os administradores, restando aos autores dos processos fazer alegações adequadas para tentar derrubar o salvo-conduto dado aos gestores.

Tanto *directors* quanto *officers* devem cumprir de maneira semelhante os deveres fiduciários que lhes são inerentes. Em relação à *business judgment rule*, a

jurisprudência de Delaware não deixa qualquer dúvida que as decisões de cunho empresarial tomadas pelos *directors* são, via de regra, por ela protegidas. Contudo, pairavam dúvidas acerca da sua aplicabilidade aos *officers*. Precedentes jurisprudenciais proferidos com base no direito societário de Delaware, os *officers* e as suas decisões passaram a receber o mesmo tipo de proteção vista em relação aos *directors* e seus atos, sempre com fulcro na *business judgment rule*.

A presunção trazida pela *business judgment rule* de que os administradores cumpriram seus deveres fiduciários em relação à sociedade é relativa e pode ser derrubada, apesar de não ser tarefa fácil.

A demonstração a ser inicialmente feita pelos autores da ação dá-se por meio de alegações feitas no processo, que tentam narrar o descumprimento do dever de diligência ou do de lealdade. Quando o tribunal entender que foram trazidos elementos suficientes que demonstrem descumprimento dos deveres dos administradores, o fenômeno processual que incide é que, a partir de então, caberá a eles demonstrar que suas decisões são completamente justas em relação à sociedade e aos seus acionistas. Caberá, assim, aos administradores, demonstra que agiram em *entire fairness*.

Nas *ownership claim issues*, os acionistas têm percepção psicológica diferente em relação às *enterprise issues*, principalmente por sentirem os impactos imediatos e de maneira a alterar conforme a vontade de terceiros seus direitos de propriedade. Assim, abre-se espaço para surgimento de um padrão intermediário de revisão judicial de decisões empresariais, adotado pelos tribunais de Delaware, chamado de “*enhanced scrutiny*”, notadamente por existir a mera possibilidade de os administradores extraírem benefícios pessoais. Tal padrão não é tão rigoroso quanto a *entire fairness*.

Há situações específicas em que não se debate propriamente a validade de uma *enterprise issue*, mas a atuação do *board of directors* ao tentar interferir no direito de voto dos acionistas, bem como a possibilidade de as decisões de tais administradores serem revistas judicialmente por suposto descumprimento de dever legal. Caso os administradores tomem decisão que venha a interferir em direito de

voto, mesmo que o ato esteja aparentemente perfeito sob o ponto de vista da legalidade, os gestores terão de demonstrar haver uma “*compelling justification*” para tanto.

No Capítulo 9 viu-se que estrutura de administração da sociedade anônima brasileira poderá variar de acordo com as características intrínsecas da própria companhia, podendo adotar estrutura monística ou dualística. A partir da edição da Lei nº 6.404/76, adotou-se regime jurídico no Brasil que prevê a utilização de conselho de administração (estrutura dualística).

As sociedades anônimas brasileiras deverão necessariamente ter conselho de administração, se forem companhias abertas, tiverem capital autorizado ou forem sociedades de economia mista. Nas demais, tal órgão é meramente facultativo.

Nos termos dos artigos 138, § 1º, e 140, IV, ambos da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, pois aos conselheiros não cabe decidir individualmente. A responsabilidade dos conselheiros de administração, que não é objetiva, é sempre coletiva, apesar de não ser solidária.

Por não ser órgão executivo, suas reuniões acontecerão de tempos em tempos, pois as atribuições do conselho de administração são, em boa parte, de orientação, supervisão e fiscalização, sendo poucas de caráter diretivo. O artigo 142 da Lei nº 6.404/76 prevê as atribuições do conselho de administração.

Diferentemente do que se vê no conselho de administração, a diretoria, por deter funções essencialmente executivas e de representação, deve necessariamente estar presente em todas as companhias brasileiras. Suas funções de gerenciar o dia a dia da sociedade não permitem que os seus componentes se encontrem esporadicamente.

Apesar de os diretores exercerem individualmente suas funções, o artigo 143, § 2º, da Lei nº 6.404/76, permite que o estatuto social estabeleça que determinadas decisões dentro da alçada de tais administradores possam ser tomadas em reunião colegiada.

A Lei nº 6.404/76 prevê deveres fiduciários a serem observados pelos administradores. Os deveres fiduciários servem para impor padrão de comportamento aos administradores. As normas positivadas na Lei nº 6.404/76 tentam criar padrões abertos de comportamento visto como adequado (*standards*).

A Lei nº 6.404/76 traz regras relacionadas à responsabilidade (e à ausência de responsabilidade) dos administradores. De fato, o artigo 158 regula eventual obrigação de indenizar dos administradores.

Pelo que se extrai do texto legal, a escolha do legislador não foi no sentido de, logo no primeiro dispositivo que trata do assunto, impor responsabilidade pessoal aos administradores. Logo, trata-se claramente de dispositivo legal que exclui de antemão a responsabilidade do administrador que agiu de maneira adequada, independentemente do resultado de sua gestão.

Não se trata, portanto, de responsabilidade objetiva ou de culpa presumida (com inversão do ônus probatório). O regime de responsabilidade de administradores na Lei nº 6.404/76 tem como base a culpa grave, invertendo-se o ônus da prova tão somente em casos específicos em que tal medida processual for fundamentadamente solicitada e adequadamente concedida pelo julgador.

Exceto pelo aumento de atribuições especificamente trazido pela Lei nº 13.303/16, as normas referentes ao processo decisório, os deveres fiduciários genéricos e as responsabilidades dos administradores das empresas estatais são os mesmos previstas na Lei nº 6.404/76.

Por fim, no Capítulo 10, viu-se que o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76, ao que tudo indica, não impede o julgador de inquirir profundamente e até declarar, por meio de sentença, ter havido descumprimento de preceito legal e ocorrência de danos indenizáveis. O referido § 6º não vai além da possibilidade de se isentar o administrador do múnus indenizatório que existiria a princípio, inclusive por já ter sido judicialmente apurado.

Não obstante tanto o § 6º do artigo 159 da Lei nº 6.404/76 quanto a *business judgment rule* tratem da responsabilidade dos administradores em decorrência de seus atos, o embasamento epistemológico e as consequências e a abrangência de ambos são bastante distintos, não podendo ser confundidos.

Há autores que entendem que o artigo 158 da Lei nº 6.404/76 seria, na verdade, a norma positivada que representa a *business judgment rule* no direito brasileiro. Mas, note-se, não obstante tal norma proteger os administradores da obrigação de indenizar, não é capaz, em nenhum momento, de salvaguardar a própria decisão tomada pelos administradores no seio empresarial, ou de impedir que os órgãos judicantes apliquem suas próprias vontades (ou a dos acionistas). Logo, tal dispositivo legal, por si só, não é suficiente para fazer observar a atribuição de poderes, enquanto regra de governança, nas mãos dos administradores, impedindo a substituição da vontade dos gestores pela de terceiros, bem como proteger as decisões que tais profissionais tomem no seio empresarial.

Mas as demais normas encontradas na Lei nº 6.404/76 voltadas para a alocação específica e restritiva de poderes e atribuições, inclusive aquelas que impedem a delegação, de um lado, impossibilitam que terceiros exerçam tais poderes e atribuições; e, de outro lado, garantem a proteção das decisões tomadas pelos administradores. Só se pode concluir, assim, que tais normas também fazem parte da positivação da *business judgment rule* no direito societário brasileiro e assim deve ser entendido.

As atividades desenvolvidas pela administração pública estão sujeitas a regime jurídico próprio, pois envolvem o “interesse público”. Apesar de muito comumente o interesse público ser regido por normas com características de direito público, o exercício da atividade empresarial pelo Estado sujeita-se ao regime jurídico próprio das empresas privadas, não cabendo ao legislador infraconstitucional afastar-se de tal ordenamento.

Assim, não obstante claramente haver interesse público envolvido, as estatais submetem-se ao regime societário privado da Lei nº 6.404/76 – com as nuances específicas da Lei nº 13.303/16 –, aplicando-se normalmente a *business judgment*

rule ao contexto da governança, das decisões e da responsabilidade dos administradores das empresas estatais e das sociedades de economia mista.

A dicotomia interpretativa entre o chamado “conflito formal” e o denominado “conflito material” (ou “substancial”) relacionada à parte final do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 pode ser resolvida pela utilização da *entire fairness* originada na jurisprudência emanada dos tribunais do estado de Delaware. Ao que parece, o legislador brasileiro decidiu utilizar um padrão aberto (*standard*) no texto legal, o que abre espaço para o julgador decidir, *ex post*, se as deliberações e decisões foram benéficas e adequadas.

Nos casos em que o administrador esteja em situação de conflito de interesses, conforme previsto no artigo 156 da Lei nº 6.404/76, a solução, ao que parece, deve ser a mesma, com análise a ser feita casuisticamente e *ex post* pelo julgador, aplicando-se a *entire fairness* para se determinar a legalidade do negócio jurídico celebrado.

Eventual utilização de aumento de capital, com intuito único de interferir no direito de voto de acionistas, pode não estar protegida pela *business judgment rule*. A falta de uma *compelling justification* abriria espaço para a anulação da decisão tomada.

Aos poucos, alguns dos institutos jurídicos estrangeiros estudados neste trabalho são adotados por órgãos judicantes no Brasil. Assim, o Poder Judiciário, a CVM e o TCU já utilizaram alguns deles para decidir casos que lhes foram trazidos à julgamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **A responsabilidade civil dos administradores de S/A (es as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADEN, Iftin Ebe Hassan. **The business judgment rule: a safe harbor for the directors against the liabilities in the U.S. System, but in Italy?** [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: <https://www.businessjus.com/it/the-business-judgment-rule-a-safe-harbor-for-the-directors-against-the-liabilities-in-the-u-s-system-but-in-italy/>. Acesso em: 5 fev. 2021.

AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality unvertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, Aug. 1970.

ALABAMA SUPREME COURT. *Godbold v. The Branch Bank at Mobile*, 11 Ala. 191 (1847).

ALLEGRI, Vincenzo. **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**. Milano: Giuffrè, 1979.

ALLEN, William T. **Inherent tensions in the governance of US public corporations: the uses of ambiguity in fiduciary law**. [S.l.]: [s.n.], 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10565>. Acesso em: 18 maio 2020.

ALLEN, William T; JACOBS, Jack B; STRINE, Leo E. Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law. **The Business Lawyer**, v. 56, n. 4, 2001.

AMARAL, Francisco. **Direito civil: introdução**. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

AMARAL, José Romeu Garcia do. A proteção aos credores nas sociedades anônimas e a responsabilidade dos administradores. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas**. [S.l.]: [s.n.], 2020.

AMERICAN LAW INSTITUTE. **Principles of corporate governance: analysis and recommendations**. Philadelphia: American Law Institute, 1994.

ANDENAS, Mads ; WOOLDRIDGE, Frank. **European comparative company law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

ANDERLINI, Luca ; FELLI, Leonardo. Bounded rationality and incomplete contracts. **Research in Economics**, v. 58, 2004.

ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

ARMOUR, John ; HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARMOUR, John *et al.* The basic governance structure: the interests of shareholders as a class. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARMOUR, John *et al.* What Is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARROW, Kenneth J.. Research in management controls: a critical synthesis. *In*: BONINI, C; JAEDICH, R; WAGNER, H. **Management controls: new directions in basic research**. New York: McGraw-Hill, 1964.

ARROW, Kenneth J. The economics of agency. *In*: PRAT, John W; ZECKHAUSER, Richard J; (coords.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985. ARROW, Kenneth J. The economics of moral hazard: further comment. **The American Economic Review**, v. 58, n. 3, jun. 1968.

ARSHT, S. Samuel. The business judgment rule revisited. **Hofstra Law Review**, v. 8, n. 1, 1979.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 1999.

BACHMANN, Gregor *et al.* **Regulating the closed corporation**. Berlin e Boston: De Gruyter, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Agency, partnerships & LLCs**. St. Paul: Foundation Press, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 3. ed. St. Paul (Mn): West Academic, 2015.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and acquisitions**. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Smith v. Van Gorkom**. [S.l.]: [s.n.], 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1130972>. Acesso em: 25 jun. 2020.

BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, n. 1, 2004.

BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. [S.l.]: [s.n.], 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260. Acesso em: 10 jun. 2020.

BALDWIN, Robert ; CAVE, Martin ; LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. Oxford e New York: Oxford University Press, 2013.

BALOGH, Attila. **The development and application of the directors duty of care and diligence rule in Australia - an exploratory analysis of the legislative history of s 180(1) of the Corporations Act 2001**. [S.l.]: [s.n.], 2016. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2852066. Acesso em: 10 set. 2020.

BARBOSA, Henrique Cunha. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015.

BEBCHUCK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye. Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. **Harvard Law Review**, v. 105, n. 7, 1992.

BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1, nov. 1999.

BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. News Bruswick e London: Transaction Books, 1991.

BOLLES, Albert S. The duty and liability of bank directors. **The Yale Law Journal**, v. 12, n. 5, mar. 1903.

BONELLI, Franco. **Gli Amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società**. Milano: Giuffrè, 2004.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

BRANCO, Adriano Castello. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.337.265 - SP (2012/0161659-3). 1.337.265 - SP (2012/0161659-3). Brasília: [s.n.], 2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. RESP. nº 121.053/PB (97/0013299-4). 121.053/PB (97/0013299-4). DJ de 27.10.97, p. 54.729: [s.n.], 1997.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Relatório de Auditoria TC 006.981/2014-3. 006.981/2014-3. Brasília: [s.n.], 2014.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial TC 023.953/2018-7. Brasília: [s.n.], 2021.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial TC 025.551/2014-0. Brasília: [s.n.], 2021.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Tomada de Contas Especial, TC 023.953/2018-7. Brasília: [s.n.], 2021.

BREWSTER, F Carroll. **Reports of equity, election, and other important cases, argued and determined principally in the courts of the County of Philadelphia.** Philadelphia: John Campbell, v. 1, 1869.

BRICKET, Robert; CHANDAR, Nandini. On applying agency theory in historical accounting research. **Business and Economic History**, v. 27, n. 2, inverno de 1998.

BRIDGMAN, Richard Whalley. **An analytical digested index of the reported cases in the several courts of equity, as well Chancery as Exchequer, and in the High Court of Parliament, distinctly shewing the various points therein adjudged.** London: W. Clarke and Sons, v. 2, 1805.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a business judgment rule.** São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BULGARELLI, Waldírio. A teoria "ultra vires societatis" perante a lei das sociedades por ações. *In*: BULGARELLI, Waldírio **Questões de direito societário.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

CAIN, Matthew D. *et al.* The shifting tides of Merger Litigation. **Vanderbilt Law Review**, v. 71, n. 2, 2018.

CAMPINHO, Sérgio. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPINHO, Sérgio. Conflito de interesses e proibição de voto. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentadas**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009.

CARVALHO, Gil Costa. Capítulo XII - conselho de administração e diretoria. *In*: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva **Comentários às leis das sociedades por ações**. São Paulo: Resenha Universitária/Instituto dos Advogados de São Paulo, v. 4, 1978.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial - sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, 2016.

CARY, William L. Federalism and corporate law: reflections upon delaware. **Yale Law Journal**, v. 83, n. 4, 1974.

CHANCERY DIVISION. *In re Faure Electric Accumulator Co. Ltd.*, (1889) 40 ChD 141; (1886-90) All ER Rep 607.

CHANCERY DIVISION. *In re City Equitable Fire Insurance Company, Limited*, (1925) Ch 407, (1924) 3 All ER 485.

CHANCERY DIVISION. *In re Smith and Fawcett, Limited*, (1942) Ch 304, (1942) 1 All ER 542.

CHOPER, Jesse H; COFFEE, JR, John C; GILSON, Ronald J. **Cases and materials on corporations**. 5. ed. New York: Aspen Law & Business, 2000.

CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary duties. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

CLARK, Robert Charles. **Corporate law**. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COASE, Ronald H. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, 1998.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. A natureza subjetiva da responsabilidade civil dos administradores de companhia. **Revista Direito de Empresa**, v. 1, n. 1, 1996.

COELHO, Fábio Ulhoa. Conflito formal ou material? *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Lei das sociedades anônimas comentada**. São Paulo: Forense, 2021.

COLANDER, David. What economists teach and what economists do. **The Journal of Economic Education**, v. 36, n. 3, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. 06/2006. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. RJ2014/3161. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2007. Rel. Dir. Pablo Renteria. 01/2007. Rio de Janeiro: [s.n.], 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Rel. Dir. Norma Jonssen Parente. 03/02. Rio de Janeiro: [s.n.], 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. 05/2016. Rio de Janeiro: [s.n.], 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, 2012. 07/2012. CVM. Rio de Janeiro: [s.n.], 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009. Rel. Dir. Luciana Dias. 09/2009. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/06. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes. 10/06. Rio de Janeiro: [s.n.], 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/05. Rel. Dir. Eli Loria. 14/05. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/05. Rel. Dir. Eliseu Martins. 19/05. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/04. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. 21/04. Rio de Janeiro: [s.n.], 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Rel. Dir. Otavio Yazbek. 24/2006. Rio de Janeiro: [s.n.], 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza. RJ2005/1443. Rio de Janeiro: [s.n.], 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542. Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza. RJ2005/8542. Rio de Janeiro: [s.n.], 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476. Rel. Dir. Eli Loria. RJ2007/4476. Rio de Janeiro: [s.n.], 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/1815. Rel. Dir. Eli Loria. RJ2008/1815. Rio de Janeiro: [s.n.], 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9574. Rel. Dir. Ana Dolores Moura de Novaes. RJ2008/9574. Rio de Janeiro: [s.n.], 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/5211. Rel. Dir. Pablo Renteria. RJ2011/5211. Rio de Janeiro: [s.n.], 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/11199. Rel. Dir. Pablo Renteria. RJ2012/11199. Rio de Janeiro: [s.n.], 2016

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/11703. Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba. RJ2013/11703. Brasil. [S.I.]: [s.n.], 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39). Rio de Janeiro: [s.n.], 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677. Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. RJ2015/10677. Rio de Janeiro: [s.n.], 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº 18/08. Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes. 18/08. Rio de Janeiro: [s.n.], 2010.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial (parecer)**. São Paulo: Saraiva, 1990.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade anônima**. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. **Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** (dissertação de mestrado). São Paulo, Universidade de São Paulo: [s.n.], 2006.

COURT OF APPEALS OF ENGLAND AND WALES. *In re Wragg, Limited*, (1897) 1 Ch. 796.

COURT OF APPEALS OF ENGLAND AND WALES. *Lagunas Nitrate Company v. Lagunas Syndicate*, (1899) 2 Ch. 392.

COURT OF APPEALS OF THE STATE OF NEW YORK. *Pollitz v. Wabash R.R. Co.*, 207 N.Y. 113 (N.Y. 1912).

COURT OF COMMON PLEAS. *Pryce v. Belcher*, (1846) 3 CB 58.

COURT OF KING'S BENCH. *Hayman v. Governors of Rugby School*, (1874) LR 18 Eq 76.

CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das sociedades comerciais**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2019.

CUNNINGHAM, Lawrence A. A new legal theory to test executive pay: contractual unconscionability. **Iowa Law Review**, v. 96, n. 4, maio 2011.

DALHUISEN, Jan H. **Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial and trade law**. 6. ed. Oxford e Portland: Hart Publishing, v. 1, 2016.

DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. **Gower's principles of modern company law**. 10. ed. London: Sweet & Maxwell, 2016.

DAVIS, III, Landon C.; MCBETH, Isaac A.; SOUTHALL, Elizabeth. A distinction without a difference? an examination of the legal and ethical difference between asset protection and fraudulent transfers under Virginia law. **University of Richmond Law Review**, v. 47, 2012.

DEIPENBROCK, Gudula. The "business judgment rule" and the problem of hindsight bias - observations from a German company law perspective. **European Business Law Review**, v. 27, n. 2, 2016.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Butler v. New Keystone Copper Company*, 10 Del. Ch. 371 (Del. Ch. 1915) - 93 A. 380.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of America*, 14 Del.Ch. 1, 120 A. 486 (Del.Ch. Mar 28, 1923).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 16 Del. Ch. 318 (1929).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Eshleman v. Keenan*, 187 A. 25 (Del. Ch. 1936).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Loft v. Guth*, 2 A.2d 225 (Del. Ch. 1938).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Kelly v. Bell*, 254 A.2d 62 (Del. Ch. 1969).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Kaplan v. Centex Corp.*, 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Gimbel v. Signal Companies*, 316 A.2d 599 (Del. Ch 1974).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Anderson, Clayton Shareholders Litigation*, 519 A.2d 680 (Del. Ch. 1986).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re NVF Co. Litigation*, 16 Del. J. Corp. L. 361 (Del. Ch. 1989).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Emerald Partners v. Berlin*, 1993 Del. Ch. Lexis 273.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Grimes v. Donald*, 20 Del.J.Corp.L. 757; 1995 WL 54441 (1995).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Steiner v. Meyerson*, 21 Del. J. Corp. L. 320 (Del. Ch. 1995).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Gagliardi v. Tri Foods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996); 1996 Del. Ch. Lexis 87.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1998).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Jackson National Life Insurance Co. v. Kennedy*, 741 A.2d 377 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Weiss v. Samsonite Corp.*, 741 A.2d 366 (Del. Ch. 1999).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Ash v. McCall*, 2000 Del. Ch. Lexis 144.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Nagy v. Bistricher*, 770 A.2d 43 (Del. Ch. 2000).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, 2000 Del. Ch. Lexis 42.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Emerald Partners v. Berlin*, No. 9700, 2001 Del Ch. Lexis 20.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, C.A. No. 15452,2004 WL 2050138 (Del. Ch. Sept. 10, 2004).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A2d 693 (Del. Ch. 2005).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Ryan v. Gifford*, 935 A.2d 258 (Del. Ch. 2007).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re Loral Space and Communications Inc. Consolidated Litigation*, C.A. No. 2808-VCS, 3022-VCS (Del. Ch. 2008).

DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Postorivo v. AG Paintball Holdings, Inc.*, 2008 Del. Ch. Lexis 29.

DELAWARE SUPREME COURT. *Guth v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

DELAWARE SUPREME COURT. *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963).

DELAWARE SUPREME COURT. *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

DELAWARE SUPREME COURT. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

DELAWARE SUPREME COURT. *Michelson v. Duncan*, 407 A.2d 211 (Del. 1979).

DELAWARE SUPREME COURT. *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A.2d 497 (Del. 1981).

DELAWARE SUPREME COURT. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

DELAWARE SUPREME COURT. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

DELAWARE SUPREME COURT. *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

DELAWARE SUPREME COURT. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

DELAWARE SUPREME COURT. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

DELAWARE SUPREME COURT. *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

DELAWARE SUPREME COURT. *Heineman v. Datapoint Corp.*, 611 A.2d 950 (Del. 1992).

DELAWARE SUPREME COURT. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Tri-Star Pictures, Inc. Litigation*, 634 A.2d 319 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Nixon v Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 (Del. 1993).

DELAWARE SUPREME COURT. *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

DELAWARE SUPREME COURT. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995).

DELAWARE SUPREME COURT. *Gobrow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

DELAWARE SUPREME COURT *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998).

DELAWARE SUPREME COURT. *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998).

DELAWARE SUPREME COURT. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

DELAWARE SUPREME COURT. *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, (Del. 2001).

DELAWARE SUPREME COURT. *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277 (Del. 2003).

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 2004 Del. Ch. LEXIS 132 (Del. Ch. 2004).

DELAWARE SUPREME COURT. *Brehin V. Eisner*, 906 A.2d 27 (Del. 2006)

DELAWARE SUPREME COURT. *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

DELAWARE SUPREME COURT. *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009).

DELAWARE SUPREME COURT. *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015).

DEMOTT, Deborah A. Perspectives on choice of Law for corporate internal affairs. **Law and Contemporary Problems**, v. 48, n. 3, 1985.

DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2018.

DONAGGIO, Angela. Capítulo 4 - Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro. *In*: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. **The Business Lawyer**, v. 47, n. 2, fev. 1992.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1996.

EASTERBROOK, John H.. Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 9, n. 3, 1984.

EDWARDS, Richard ; STOCKWELL, Nigel. **Trusts and equity**. 7. ed. London: Pearson Education, 2005.

EHLICH, Isaac ; POSNER, Richard A. An economic analysis of legal rulemaking. **Journal of Legal Studies**, v. 3, n. 1, 1974.

EISENBERG, Melvin A. The principles of legal reasoning in the common law. *In*: EDLIN, Douglas E. (coord.) **Common law theory**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2008.

EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law. **Fordham Law Review**, v. 62, n. 3, 1993.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 3, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade objetiva de administrador de cia. aberta? *In*: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de; LEITE, Leonardo Barém **40 anos da lei das S.A.:** experiências, estórias e homenagens. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

ENRIQUES, Luca. Corporate governance reforms in Italy: what has been done and what is left to do. **European Business Organization Law Review**, v. 10, n. 4, dez. 2009.

EPSTEIN, Richard A. Agency costs, employment contracts, and labor unions. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. (coords.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, jun. 1983.

FERRARA, Ralph C *et al.* **Shareholder derivative litigation: besieging the board**. 2. ed. New York: Law Journal Press, 2019.

FERRARINI, Guido ; PERUZZO, Gian Giacomoo; ROBERTI, Marta. Corporate boards in Italy. *In*: DAVIES, Paulo *et al.* **Corporate boards in law and practice: a comparative analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

FERRARINI, Guido A. Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy. *In*: HOPT, Klaus J. *et al.* **Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan, and the US**. Oxford: Oxford University Press, 2005.

FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo; RICHTER, Mario Stella. Company law reform in Italy: real progress? **The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, v. 69, n. 4, out. 2005.

FISCHEL, Daniel R. The "race to the bottom" revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. **Northwestern University Law Review**, v. 76, n. 6, 1981.

FISCHEL, Daniel R. The business judgment rule and the Trans Union case. **The Business Lawyer**, v. 40, n. 4, ago. 1985.

FLEISCHER JR., Arthur ; SUSSMAN, Alexander R. **Takeover defense**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada (parecer). *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRAZÃO, Ana. Business judgment rule. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRAZÃO, Ana. O conteúdo do dever de lealdade. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRIEDMAN, David D. **Law's order**: what economics has to do with law and why it matters. Princeton: Princeton University Press, 2000.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, v. n. 26, 1977.

FUCHS , Stephan. Beyond Agency. **Sociological Theory**, v. 19, n. 1, mar. 2001.

GARNER, Bryan A. (coord.). **Black's Law Dictionary**. 8. ed. St. Paul: West, 2004.

GAYNOR, Martin ; KLEINDORFER, Paul R. Misperceptions, equilibrium, and incentives in groups and organizations. *In*: BAMBERG, Günter; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986.

GERNER-BEUERLE, Carsten ; SCHUSTER, Edmund-Philipp. The evolving structure of director's duties in Europe. **European Business Organization Law Review**, v. 15, n. 2, June 2014.

GODKE VEIGA, Marcelo ; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristella Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa - avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo ; OIOLI, Erik Frederico. Convergence and divergence in capital market systems: the case of Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 18, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. A theory of SME governance regulation. *In*: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grunspun **Governança corporativa: avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

GODKE VEIGA, Marcelo; MCCAHERY, Joseph A. The financing of small and medium-sized enterprises: an analysis of the financing gap in Brazil. **European Business Organization Law Review**, v. 20, n. 4, dez. 2019.

GOLD, Andrew S; MILLER, Paul B. **Philosophical foundations of fiduciary law**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2014.

GOMES, José Ferreira. Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador. *In*: CÂMARA, Paulo *et al.* **Conflito de interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira**. Coimbra: Almedina, 2010.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Lições de direito societário: sociedade anônima**. São Paulo: Juarez de Oliveira, v. 2, 2005.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

GORDON, Jeffrey N. **Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley**. Columbia Law and Economics Working Paper n. 216; Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 416. [S.I.], 2003.

GORDON, Jeffrey N. The mandatory structure of corporate law. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, 1989.

GORDON, Michael W. **Florida corporations manual**. New York: Matthew Bender, 2016.

GOULDING, Simon. **Company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 1999.

GRANT, Suzan-Mary. **A concise history of the United States of America**. New York: Cambridge University Press, 2012.

GRINSTEIN, Yaniv ; ROSSI, Stefano. **Good monitoring, bad monitoring**. [S.I.]: [s.n.], 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1906326>. Acesso em: 12 mar. 2021.

GUBLER, Zachary J. Insider trading as fraud. **North Carolina Law Review**, v. 98, n. 3, 2020.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 42, 1981.

HAMANN, Tobias. Da cogestão dos trabalhadores no órgão de fiscalização das sociedades anônimas e das sociedades por quotas – um instituto prestável? **Direito das Sociedades em Revista**, v. 20, nov. 2018.

HAMERMESH, Lawrence A; SPARKS, III, A. Gilchrist. Corporate officers and the business judgment rule: reply to Professor Johnson. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 3, maio 2005.

HAMERMESH, Lawrence A; STRINE JR., Leo E. **Fiduciary principles and Delaware corporation law**: searching for the optimal balance by understanding that the world is

not. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3044477>. Acesso em: 12 jun. 2020.

HANSMANN, Henry ; KRAAKMAN, Reinier. What is corporate law? *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law**: a comparative and functional approach. New York: Oxford University Press, 2004.

HANSMANN, Henry. **The ownership of the enterprise**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996.

HART, Oliver D. Incomplete contracts and the theory of the firm. **Journal of Law, Economics & Organization**, v. 4, n. 1, 1988.

HART, Oliver. An economist's perspective on the theory of the firm. *In*: WILLIAMSON, Oliver E. (coord.) **Organization theory**: from Chester Barnard to the present and beyond. Expanded edition. Ed. New York e Oxford: Oxford University Press, 1995.

HARVARD LAW REVIEW. The internal affairs doctrine: theoretical justifications and tentative explanations for its continued primacy. **Harvard Law Review**, v. 115, n. 5, 2002.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Charitable Corporation v. Sir Robert Sutton and others*, (1742) 26 ER 642; 2 Atk. 400.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Knight v. Earl of Plymouth*, (1747) 3 Atk. 480, 26 ER 1074 (Ch. 1747).

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Aleyn v. Belchier*, (1758) 28 ER 634; 1 Eden 132.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Harman v. Tappenden*, (1801) 102 E.R. 214; 1 East 55.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Carlen v. Drury*, (1812) 35 ER 61; 1 Vesey & Beames 154.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *The York & North Midland Railway Company v. Hudson*, (1853) 16 Beav 485.

HIGH COURT OF CHANCERY OF GREAT BRITAIN. *Turquand v. Marshall*, (1869) LR 4 Ch. App. 376.

HILL, Claire A; MCDONNEL, Brett H. *Stone v. Ritter* and the expanding duty of loyalty. **Fordham Law Review**, v. 76, n. 3, 2007. HOLLAND, Randy J. Delaware director's fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 11, n. 3, 2009.

HOLLAND, Randy J. **Delaware's business judgment rule**: international variations. [S.l.]: [s.n.], 2015. Disponível em: <https://global.delaware.gov/2015/04/09/delawares-business-judgment-rule-international-variations/>. Acesso em: 10 out. 2017.

HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance**: the state of the art and international regulation. [S.l.]: [s.n.], 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1713750>. Acesso em: 15 dez. 2020.

HORWITZ, Morton J. **The transformation of American law - 1780-1860**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977.

HOUSE OF LORDS. *Ferguson v. Earl of Kinnoul*, (1842) 8 ER 412; 9 Cl. Fin. 251.

HOUSE OF LORDS. *Overend, Gurney & Co. v. Gibb*, (1872) LR 5 HL 480.

HOWARD, Earl Dean. **Money and banking**: a discussion of the principles of money and credit, with descriptions of the world's leading banking systems. New York: Alexander Hamilton Institute, 1910.

HUTCHINSON, Allan C. **Evolution and the common law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

HUTCHINSON, Harry G. Director primacy and corporate governance: shareholder voting rights captured by the accountability/authority paradigm. **Loyola University Chicago Law Journal**, v. 36, n. 4, 2005.

JENNINGS, Richard W. Federalization of corporation law: part way or all the way. **The Business Lawyer**, v. 31, 1976.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2003.

JENSEN, Michael C. Agency costs of overvalued equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, 2005.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. **Journal of applied corporate finance**, v. 7, n. 2, 1994.

JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate officers and the business judgment rule. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005.

JOHNSON, Lyman P. Q.; MILLON, David K. Recalling why corporate officers are fiduciaries. **William & Mary Law Review**, v. 46, n. 5, 2005.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. 10. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

KAPLOW, Louis. Rules versus standards: an economic analysis. **Duke Law Journal**, v. 42, n. 3, 1992.

KATZ, Stanley N. The politics of law in colonial america: controversies over Chancery Courts and equity law in the eighteenth century. *In*: FLEMING, Donald; BAILYN,

Bernard (coords.). **Perspectives in American history**. Cambridge: Harvard University, v. 5, 1971.

KEAY, Andrew ; LOUGHREY, Joan. The concept of business judgment. **Legal Studies**, v. 39, n. 1, mar. 2019.

KERN, Stacey Taylor. Atherton v. FDIC: the final word on bank officer and director liability. **North Carolina Banking Institute**, v. 2, n. 1, 1992.

KERSHAW, David. **The foundations of Anglo-American corporate fiduciary law**. Cambridge e New York: Cambridge University Press, 2018.

KISER, Edgar. Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: an illustration from state policy implementation. **Sociological Theory**, v. 17, n. 2, jul. 1999.

KLEIN, William A; COFFEE JR, John C; PARTNOY, Frank C. **Business organization and finance: legal and economic principles**. 11. ed. New York: Foundation Press, 2010.

KLEIN, William A; RAMSEYER, J Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. **Business associations: cases and materials on agency, partnerships, and corporations**. 7. ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009.

KLEINBERGER, Daniel S. **Agency, partnerships, and LLCs**. 5. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017.

KNEPPER, William E. *et al.* **Liability of corporate officers and directors**. 8. ed. New York: Lexis Nexis, v. 1, 2018.

KOPPES, Richard H; GANSKE, Lyle G; HAAG, Charles T. Corporate governance out of focus: the debate over classified boards. **The Business Lawyer**, v. 54, n. 3, maio 1999.

KORNFELD, Itzhak E. Equity in American and Jewish law. **Touro Law Review**, v. 36, n. 1, 2020.

LAFFONT, Jean-Jacques; MARTIMORT, David. **The theory of incentives: the principal-agent model**. Princeton: Princeton University Press, 2002.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, v. 7, 1972.

LAMY FILHO, Alfredo ; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, v. 2 (pareceres), 1996.

LANE, Marc J. **Representing corporate officers, directors, managers and trustees**. New York: Wolters Kluwer, 2017.

LANGVOORT, Donald C. Organized illusions: a behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms). **University of Pennsylvania Law Review**, v. 146, n. 2, 1998.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das S.A. comentada e anotada**. 6. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses (parecer)**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia. *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Novos pareceres**. São Paulo: Singular, 2018.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses: o interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: RT, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Proibição de voto e conflito de interesses nas assembleias gerais (parecer). *In*: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004.

LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American Law Vol. 3**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005.

LEHMAN, Jeffrey (coord.); PHELPS, Shirelle (coord.). **West's encyclopedia of American law Vol. 4**. 2. ed. Farmington Hills: Thomson/Gale, 2005.

LIPTON, Martin ; STEINBERGER, Erica. **Takeovers and freezeouts**. New York: Law Journal Press, 2005.

LOEWENSTEIN, Mark J. Shareholder derivative litigation and corporate governance. **Journal of Corporate Law**, v. 24, n. 1, 1999.

LOUISIANA SUPREME COURT. *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829).

LOUISIANA SUPREME COURT. *State of Louisiana v. Bank of Louisiana*, 6 La. 745 (La. 1834).

LOUREIRO, Ana Filipa Rocha. **A responsabilidade dos administradores sociais pela violação de um dever de reasonable decision-making**. Universidade do Minho, Minho, 2016.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas** - comentários à lei (artigos 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, v. 2, 2009.

LUTTERMANN, Claus. Banking on trust as individual responsibility. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German corporate governance in international and European context**. 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

MACEY, Jonathan R; MILLER, Geoffrey P. Trans Union reconsidered. **The Yale Law Journal**, v. 98, n. 1, 1988.

MAHONEY, James. Analyzing path dependence: lessons from the social sciences. *In*: WIMMER, Andreas; KÖSSLER, Reinhart (coords.) **Understanding change**. London: Pgrave Macmillan, 2006.

MALCHER FILHO, Clovis Cunha da Gama. Sociedades empresárias menores. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.) **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2015.

MANNE, Henry G.; MCCHESENEY (coord.), Fred S. **The collected works of Henry G. Manne**. Indianapolis: Liberty Fund, 1996.

MANNING, Bayless. Reflections and practical tips on life in the boardroom after Van Gorkom. **The Business Lawyer**, v. 41, n. 1, nov. 1985.

MÄNTYSAARY, Petry. **Comparative corporate governance: shareholders as rule-maker**. Berlin: Springer, 2005.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 405 - competência do conselho de administração. *In*: ABREU, Jorge M Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 407 - delegação de poderes de gestão. *In*: ABREU, Jorge M. Coutinho de Abreu. **Código das sociedades comerciais em comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, v. 6, 2019.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Artigo 278 - estrutura de administração e fiscalização. *In*: ABREU, José Manuel Coutinho de **Código das sociedades comerciais em comentário**. Coimbra: Almedina, v. 5, 2012.

MARTINS, Fran ; PAPINI, Roberto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MCBRIDE, David C; GIBBS, Danielle. Interference with voting rights: the metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 26, n. 3, 2001.

MCCAHERY, Joseph A; VERMEULEN, Erik P M; PRIYDERSHINI, Priyanka. **A primer on the uncorporation**. [S.l.]: [s.n.], 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2200783. Acesso em: 4 maio 2020.

MCCARTHY, Kevin. **Corporate officer liability and the applicable standard of review under delaware law and agency law**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://digitalcommons.law.msu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1274&context=king>. Acesso em: 23 fev. 2021.

MCEACHIN, Thomas M. Theriot v. Bourg: the demise of the business rule in Louisiana? **Lousiana Law Review**, v. 59, n. 1, 1998.

MCMILLAN, Lori. The business judgment rule as an immunity doctrine. **William & Mary Business Law Review**, v. 4, n. 2, 2013.

MCMURRAY, Marcia M. An historical perspective on the duty of care, the duty of loyalty, and the business judgment rule. **Louisiana Law Review**, v. 40, n. 3, 1987.

MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

MEIRELLES, Hely Lopes; BURLE FILHO, José Emmanuel; BURLE, Carla Rosado. **Direito administrativo brasileiro**. 42. ed. São Paulo: Malheiros, 2016.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

MERKT, Hanno. Germany: internal and external corporate governance. *In*: FLECKNER, Andreas M; HOPT, Klaus J. **Comparative corporate governance: a functional and international analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

MIKAMI, Masahiro. Methodological divergence between Coase and Williamson in the history of transaction cost economics. **Economic Journal of Hokkaido University**, v. 40, 2011.

MILGRON, Paulo; ROBERTS, John. **Economics, organization, and management**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1992.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. **Sociedades por ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 1953.

MITNICK, Barry M. The theory of agency: the policing "paradox" and regulatory behavior. **Public Choice**, p. 27-42, inverno de 1975.

MONTALENTI, Paolo. The new Italian corporate law: an outline. **European Company and Financial Law Review**, v. 1, n. 3, 2004.

MURRAY, Stuart. **American Revolution**. New York: DK Publishing, 2002.

NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas** – artigo 159, 6º, LSA e a business judgment rule. [S.l.]: [s.n.], 2015.

NEW YORK COURT OF CHANCERY. *Verplanck v. Mercantile Insurance Company*, 1 Edw Ch 46 (1831).

OCTAVIANI, Alessandro ; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais**: estatais no mundo; histórico no Brasil; regime jurídico; licitações; governança; casos: BNDES, Caixa, Petrobras, Embrapa e Sabesp; setores estratégicos para o desenvolvimento; funções do Estado capitalista contemporâneo. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Proceedings from the OECD expert meeting on regulatory performance**: ex post evaluation of regulatory policies. Paris, 2003.

OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2014.

O'KELLEY, Charles R T; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999.

OTTLEY, Michael. **Briefcase on company law**. 2. ed. London: Cavendish Publishing, 2002.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais** (Coleção tratado de direito empresarial, v. 6, coord. Carvalhosa, Modesto). São Paulo: RT, 2016.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, 2015.

PENNSYLVANIA SUPREME COURT. *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11 (1872).

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, atual. e aument. por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto.

PEPPER, Alexander. **Agency theory and executive pay** - the remuneration committee's dilemma. Cham: Palgrave Pivot, 2019.

PETTIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. 12. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. A capitalização da companhia. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário: sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2008.

PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **O estado como acionista controlador**. [S.l.]: [s.n.], 2009. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/en.php>. Acesso em: 22 nov. 2021.

PINTO, Arthur R; BRANSON, Douglas M. **Understanding corporate law**. 3. ed. New Providence: LexisNexis, 2009.

PINTO, Henrique Motta; PINTO JÚNIOR, Mário Engler. **Empresas estatais**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PITTA, André Grünspun. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PLESSIS, Jean J. du *et al.* An overview of German business or enterprise law and the one-tier and two-tier board systems contrasted. *In*: PLESSIS, Jean J. du *et al.* **German**

corporate governance in international and European context. 3. ed. Berlin: Springer, 2017, p. 1-16.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. An overview of the corporate governance debate in Germany. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The general meeting and the management board as company organs. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PLESSIS, Jean J. du; SAENGER, Ingo. The supervisory board as company organ. *In: PLESSIS, Jean J. du et al. **German corporate governance in international and European context.*** 3. ed. Berlin: Springer, 2017.

PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: an overview. *In: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J **Principals and agents: the structure of business.*** Boston: Harvard Business School Press, 1985.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas:** estudo de casos. São Paulo: Saraiva, 2014.

QUILLEN, William T; HANRAHAN, Michael. **A short history of the Court of Chancery - 1792-1992.** [S.l.]: [s.n.], 1993. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 26 ago. 2020.

RADIN, Stephen A. **The business judgment rule:** fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, v. 1, 2018.

RADIN, Stephen A. **The business judgment rule:** fiduciary duties of corporate directors. 6. ed. New York: Kluwer Law, v. 2, 2018.

RADIN, Stephen A. The director's duty of care three years after *Smith v Van Gorkom*. **Hastings Law Journal**, v. 39, n. 3, 1988.

RÁO, Vicente. **O direito e a vida dos direitos**. 5. ed. anot. e atual. por Ovídio Rocha Barros Sandoval. ed. São Paulo: RT, 1999.

REBELO, Nikolai Sosa. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015.

REID, Gavin C. **Venture capital investment - an agency analysis of practice**. London and New York: Routledge, 1998.

RHOADS, C. Brewster. Personal liability of directors for corporate mismanagement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 65, n. 2, p. 128-144, dez. 1916.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RHODE ISLAND SUPREME COURT. *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 RI 312 (RI 1850).

ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, dez. 2003.

ROMANO, Roberta. Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 2, 1985.

ROMANO, Roberta. **The genius of American corporate law**. Washington, DC: The AEI Press, 1992.

ROSE, David C. **The moral foundation of economic behavior**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2011.

ROSILHO, André. **Tribunal de contas a União - competências, jurisdição e instrumentos de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ROSMAN, Luiz Albeto Colonna. Modificação do capital social. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.) **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 2009.

ROSS, Setephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, maio 1973.

ROSSI, Filippo. **Making sense of the Delaware Supreme Court's triad of fiduciary duties**. [S.l.]: [s.n.], 2005. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=755784>. Acesso em: 7 mar. 2021.

ROTH, Markus. Corporate boards in Germany. In: DAVIES, Paul *et al.* **Corporate boards in law and practice - a comparative analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

RYAN, Patrick J. Strange bedfellows: corporate fiduciaries and the general law compliance obligation in section 2.01(a) of the American Law Institute's Principles of Corporate Governance. **Washington Law Review**, v. 66, n. 2, 1991.

S.S.A. Liability of directors for negligent mismanagement. **University of Pennsylvania School of Law**, v. 82, n. 4, fev. 1934.

SADDY, André. Deveres dos administradores, responsabilidades e business judgment rule nas sociedades anônimas estatais. **Direito econômico e socioambiental**, v. 7, n. 1, 2016.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. Liquidação extrajudicial de instituições financeiras: alguns aspectos polêmicos. **Revista de Direito Mercantil**, n. 60, 1995.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

SÃO PAULO (Estado). Agravo de Instrumento nº 2199130-73.2019.8.26.0000. 2199130-73.2019.8.26.0000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2020.

SÃO PAULO (Estado). Agravo de Instrumento nº 2209410-69.2020.8.26.0000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2021.

SÃO PAULO (Estado). Agravo Interno nº 2169296-93.2017.8.26.0000/50000. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2017.

SÃO PAULO (Estado). Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. São Paulo: [s.n.], 2019.

SCARBOROUGH, Ryan; OLDERMAN, Richard. Why does the FDIC sue bank officers? Exploring the boundaries of the business judgment rule in the wake of the great recession. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 20, n. 2, 2015.

SCHNEIDER, Dieter. Agency costs and transaction costs: flops in the principal-agent-theory of financial markets. *In*: BAMBERG, Günter ; SPREMANN, Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1986.

SCHULTZ, David A. **Encyclopedia of American Law**. New York: Facts On File, Inc., 2002.

SEALY, Len; WORTHINGTON, Sarah. **Sealy & Worthington's cases and materials in company law**. 10. ed. Oxford: Oxford University Press, 2013.

SHAH, Sunit N. **The principal-agent problem in finance**. N/A: CFA Institute Research Foundation, 2014.

SHANER, Megan W. The (un)enforcement of corporate officer's duties. **UC Davies Law Review**, v. 48, n. 1, nov. 2014.

SHAPIRO, Suzan P. Agency theory. **Annual Review of Sociology**, v. 31, 2005.

SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 33, n. 2, 2008.

SHARFMAN, Bernard S. **The importance of the business judgment rule**. [S.l.]: [s.n.], 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>. Acesso em: 16 jul. 2020.

SHOBE, Jarrod. Misaligned interests in private equity. **Brigham Young University Law Review**, v. 2016, n. 5, 2016.

SHU-ACQUAYE, Florence. Smith v. Van Gorkom revisited: lessons learned in light of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. **DePaul Business and Commercial Law Journal**, v. 3, n. 1, 2004.

SIEGEL, Mary. The illusion of enhanced review of board actions. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 15, n. 3, 2013.

SIEGEL, Mary. The problems and promise of "enhanced business judgment". **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 17, n. 1, 2014.

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

SIMON, Herbert A. Rational decision making in business organizations. **The American Economic Review**, v. 69, n. 4, 1979.

SINGH, Dalvinder. **Banking regulation of UK and US financial markets**. Hampshire: Ashgate, 2007.

SITKOFF, Robert. The economic structure of fiduciary law. **Boston University Law Review**, v. 91, n. 3, May 2011.

SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Chicago: University of Chicago Press, 1977.

SMITH, Henry E. Why fiduciary law is equitable. *In*: GOLD, Andrew S; MILLER, Paul B **Philosophical foundations of fiduciary law**. Oxford e New York: Oxford University Press, 2014.

SOBCZYK, Justyna Angelika. **La business judgment rule: l'essai sur les sources de la règle**. [S.l.]: Tese (doutorado), 2015. Disponível em: <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01957632>. Acesso em: 28 ago. 2020.

SPARKS, III, A. Gilchrist ; HAMERMESH, Lawrence A. Common law duties of non-director corporate officers. **The Business Lawyer**, v. 48, n. 1, Nov. 1992.

SPINELLI, Luís Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

SPREMANN, Klaus. Agent and principal. *In*: BAMBERG , Gunter; SPREMANN , Klaus **Agency theory, information, and incentives**. Berlin: Springer-Verlag, 1987.

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Briggs v. Spaulding et al.*, 141 US 132 (1891).

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Bowerman v. Hamner*, 250 US 504 (1919).

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920).

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos ultra vires e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, v. 7, n. 1, 2015.

TREBILCOCK, Michael J. The liability of company directors for negligence. **Modern Law Review**, v. 32, n. 5, set. 1969.

TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard. Recognized forms of business organizations. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd; BUECKER, Bernard* **Key aspects of German business law: a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer, 2006.

TREMML, Bernd. Overview of the German legal system and its role in light of Germany's membership in the European Union. *In: WENDLER, Michael; TREMML, Bernd ; BUECKER, Bernard* **Key aspects of German business Law - a practical manual**. 4. ed. Berlin: Springer-Verlag, 2008.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (1924).

VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate Law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. **European Company and Financial Law Review**, v. 2, n. 2, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial: sociedade por ações - a sociedade anônima - a sociedade por ações**. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2008.

WAGNER, Thomas C. The business judgment rule imposes procedural requirements on corporate directors - *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). **Florida State University Law Review**, v. 14, n. 1, 1985.

WAISBERG, Ivo. **Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

WALD, Arnaldo. A culpa e o risco como fundamentos da responsabilidade pessoal do diretor do banco. **Revista de Direito Mercantil**, n. 24, 1976.

WHITE, G Edward. **Law in American history**. New York: Oxford University Press, v. I: from the colonial years through the civil war, 1985.

WHITE, Harrison C. Agency as control. *In*: PRATT, John W; ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

WILLEN, Max. **Die business judgement rule: auslegung der Legalitätspflicht bei unklarer Rechtslage**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2021.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, 1988.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarquies**. New York: Free Press, 1975.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic instituions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WINTER, Ralph K. Foreword. *In*: ROMANO, Roberta **The genius of American corporate law**. Washington, D.C.: The AEI Press, 1993.

WINTER, Ralph K. Sate law, shareholder protecton, and the theory of the corporation. **The Journal of Legal Studies**, v. 6, n. 2, 1977.

WU, Yingying. **Reforming WTO rules on state-owned enterprises in the context of SOEs receiving various advantages**. Singapore: Springer Nature Singapore, 2019.

YALDEN, Robert *et al.* **Business organizations: practice, theory and emerging challenges**. 2. ed. Toronto: Emond, 2018.