



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE DIREITO – FD**

MATHEUS VINÍCIUS AGUIAR RODRIGUES

**SEGURO D&O E CONTRATO DE INDENIDADE: O CONTROLE DO RISCO
MORAL NA RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA**

Brasília – DF
2019



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE DIREITO – FD**

MATHEUS VINÍCIUS AGUIAR RODRIGUES

**SEGURO D&O E CONTRATO DE INDENIDADE: O CONTROLE DO RISCO
MORAL NA RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito, no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

Orientadora: Profa. Dra. Ana Frazão.

Brasília – DF
2019

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

AGUIAR RODRIGUES, Matheus Vinícius. **Seguro D&O e Contrato de Indenidade: o controle do risco moral na responsabilidade societária.** 2019. 170f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília.

FICHA CATALOGRÁFICA

AGUIAR RODRIGUES, Matheus Vinícius, 1997-

Seguro D&O e Contrato de Indenidade: o Controle do Risco Moral na Responsabilidade Societária / Matheus Vinícius Aguiar Rodrigues. – 2019.

170f.

Monografia (Graduação em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2019.

Orientação: Profa. Dra. Ana Frazão.

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE DIREITO – FD**

MATHEUS VINÍCIUS AGUIAR RODRIGUES

**SEGURO D&O E CONTRATO DE INDENIDADE: O CONTROLE DO RISCO
MORAL NA RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito, no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dra. Ana Frazão – Orientadora
FD/UnB

Prof. Dr. Ricardo Villas Bôas Cueva – Examinador

Prof. Dr. Ilan Goldberg – Examinador

Brasília, 4 de dezembro de 2019

Aos meus avós, Raimunda Pontes Rodrigues e
Antônio Manoel de Aguiar (*in memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Nestes últimos 5 (cinco) anos, foi um enorme prazer e privilégio ser um estudante da Faculdade de Direito, na Universidade de Brasília. Primeiramente, agradeço a Deus, por me iluminar e me proteger nessa trajetória.

Entrar na FD/UnB e agora me tornar um bacharel não seria possível sem o apoio incondicional da minha família. Eles me proporcionaram todas as condições materiais e psicológicas necessárias nessa caminhada. Registro minha eterna gratidão aos meus pais, Benedito Rodrigues e Cátia Aguiar, e à minha irmã, Laís Rodrigues. Espero orgulhá-los cada vez mais e retribuir por todo esse apoio.

Na FD/UnB, pude conhecer e reforçar laços com pessoas maravilhosas. Registro meus agradecimentos a alguns deles: João Henrique Messias, Pedro Bittencourt, Gabriel Estevam, Cristiana Brant, Rafael Fernandes, Guilherme Lacerda, Fábio Mattos, Júlia Namie, Maria Clara Farias, Cláudio Barbosa. Vocês são incríveis, e o privilégio de ter a companhia cotidiana de vocês certamente me tornou uma pessoa melhor.

Na FD/UnB, conheci também minha eterna companheira e amiga, Elisa Morais. Obrigado por estar ao meu lado em todos momentos, sendo paciente e carinhosa.

Busquei viver intensamente todos os projetos que participei na Faculdade, e nestes pude conhecer professores brilhantes. Registro um agradecimento a todos eles em nome da minha orientadora neste trabalho de conclusão de curso, a prof. Dra. Ana Frazão. Espero em breve retribuir à Faculdade e ao contribuinte brasileiro o investimento em mim depositado nesses últimos 5 (cinco) anos.

Profissionalmente, registro minha profunda gratidão à Procuradoria Geral do Distrito Federal, a quem agradeço em nome da Procuradora-Geral Ludmila Galvão e do professor Dr. Jorge Galvão. A partir de diversas solicitações à Biblioteca Jurídica Onofre Gontijo Mendes, pude receber em minha mesa todos os livros que precisei ao longo dos estudos para este trabalho de conclusão de curso. Só quem já foi um andarilho de bibliotecas — para digitalizar com o celular os livros que um dia precisei — pode ser grato e reconhecer o privilégio de ter à disposição o trabalho de servidores tão competentes, bem como um vasto acervo de livros físicos e digitais.

FD/UnB: obrigado e até breve.

RESUMO

O objetivo central do presente estudo foi mapear as ferramentas regulatórias que buscam arrefecer o risco moral (*moral hazard*) decorrente da implementação de dois tipos de proteção patrimonial dos administradores nas companhias abertas, quais sejam o Seguro D&O e o Contrato de Indenidade. Atualmente, das 65 (sessenta e cinco) companhias integrantes do Ibovespa, 16 (dezesesseis) possuem disposições indenitárias e 64 (sessenta e quatro) possuem Seguros D&O. Verificou-se que esses contratos de seguro dispõem de ferramentas regulatórias *ex ante* (processo de subscrição do risco, exigência de franquias e copagamentos e a *refusal to insure*) e ferramentas regulatórias *ex post* contratação (gestão dos sinistros, hipóteses de exclusão e de mitigação de perdas) que são importantes no controle do risco moral dos administradores. No entanto, também se ressaltou que há espaços para o desenvolvimento desses arranjos, uma vez que, *eg.*, esse mercado é altamente concentrado e são poucas as apólices que exigem franquias aos segurados. Em relação ao Contrato de Indenidade, verificou-se que as recomendações da CVM, no Parecer de Orientação n. 38, são descumpridas por uma quantidade considerável de companhias. Além disso, este trabalho ressaltou preocupações relacionadas à falta de limite global nessas políticas indenitárias, o que expõe as companhias a elevados riscos financeiros. Ao fim, procurou-se afastar narrativas que, abstratamente, afirmam que esses institutos não provocariam decisões empresariais mais negligentes, uma vez que estes não afastam a responsabilização dos administradores e não afastam a aplicação de outras penalidades. Isso porque há evidências empíricas que o excesso de coberturas securitárias e indenitárias pode estar correlacionada com decisões empresariais mais negligentes e com piores desempenhos operacionais. Não há nenhuma pesquisa empírica sobre o impacto desses arranjos contratuais nas companhias brasileiras, o que demonstra que o mapeamento das ferramentas regulatórias sobre esses institutos deve permanecer no radar de comercialistas preocupados, ao fim e ao cabo, com a higidez do processo de tomada de decisão empresarial.

Palavras-Chave: Seguro D&O. Contrato de Indenidade. Risco Moral Societário. Responsabilidade dos Administradores. Sociedade Anônima.

ABSTRACT

The purpose of this study was to map the regulatory tools that seek to reduce the moral hazard resulting from the implementation of two types of asset protection of Directors and Officers (D&O Insurance and Corporate Indemnification). Currently, within the 65 (sixty-five) companies that make up the Ibovespa index, 16 (sixteen) adopt corporate indemnifications mechanisms and 64 (sixty-four) adopt D&O Insurance. The insurance contracts envisage ex ante regulatory tools (risk underwriting process, deductibles and co-payments and insurance refusal assumptions) and ex post contractual regulatory tools (claims management, exclusion and mitigation measures) that are important in controlling the moral hazard of directors and officers. However, it was also stressed that there is room for the development of these arrangements, since, eg, this market is highly concentrated and there are few insurers that require deductibles. Regarding the Corporate Indemnification, it was found that the recommendations of the CVM, in “Guidance Opinion” n. 38, are breached by a considerable number of companies. Besides, this study highlighted concerns about the lack of a global cap on these contracts, which exposes companies to high financial risks. In the end, it was sought to remove narratives that, vaguely, claim that these institutes cannot provoke more negligent business decisions, for they do not exclude the liability of the directors and officers. There is empirical evidence that excess insurance and indemnity coverage may be correlated with bad business decisions and poor operating performance. There is no empirical research on the impact of this institute on Brazilian companies, which demonstrates that the mapping of regulatory tools on these institutes should remain on the radar of scholars concerned about the business decision making process.

Keywords: D&O Insurance. Moral Hazard. Corporate Indemnification. Directors and Officers Liability.

LISTA DE ABREVIATURAS E DE SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CC – Código Civil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

D&O – *Directors and Officers Liability Insurance*

DL – Decreto-Lei

eg (exempli grata) – por exemplo

IN – Instrução Normativa

LSA – Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976)

Cf. – Confira

Op. cit. – *Opus citatum*

Org./Orgs. – Organizador(es)

p./pp. – Página(s)

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

vg. (verbi gratia) – por exemplo

Vol. – Volume

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO 1 – UM ESTUDO SOBRE O CONTROLE DO RISCO	22
1.1. A relação entre administradores e sociedade empresarial: a defesa por um regime de responsabilidade específico	24
1.2. Obrigação de resultado no processo de tomada de decisão: a necessidade de um tratamento diferenciado aos deveres de diligência e de lealdade	32
1.2.1. Conteúdo e ampliação dos destinatários do dever de lealdade: um regime de responsabilidade societário mais rígido ao administrador	35
1.2.2. A complexa exigência do dever de diligência aos administradores: um regime de responsabilidade societária mais flexível.....	45
1.2.3. O cenário da responsabilidade societária pós Lava-Jato: aprofundamento da erosão dos filtros tradicionais de reparação e surgimento/recrudescimento de hipóteses de responsabilização dos administradores	52
1.3. A insuficiência das técnicas legais de proteção ao patrimônio do administrador. Introdução das garantias facultativas ao debate. Proteção da higidez dos atos de gestão <i>vis à vis</i> o risco moral societário	61
1.3.1. A insuficiência da <i>business judgment rule</i>	61
CAPÍTULO 2 – GARANTIAS FACULTATIVAS: O SEGURO D&O E O CONTRATO DE INDENIDADE	66
2.1. Breve histórico e desenvolvimento do Seguro D&O e dos Contratos de Indenidade .	67
2.1.1. Histórico e desenvolvimento do Seguro D&O e dos Contratos de Indenidade no Brasil	77
2.1.1.1. Digressão metodológica importante	77
2.1.1.2. Histórico e desenvolvimento do Seguro D&O no Brasil	80
2.1.1.3. Histórico e desenvolvimento do Contrato de Indenidade no Brasil.....	93
CAPÍTULO 3 – ASPECTOS GERAIS DO REGIME JURÍDICO APLICÁVEL AO SEGURO D&O E AO CONTRATO DE INDENIDADE	101
3.1. Regime Jurídico do Seguro D&O: Estrutura, Contratação, Coberturas e Exclusões .	102
3.1.1. Estrutura e Contratação do Seguro D&O (Ferramentas Regulatórias <i>Ex Ante</i>)..	102

3.1.2. Coberturas e Exclusões do Seguro D&O (Ferramentas Regulatórias <i>Ex Post</i>)..	115
3.2. Contrato de Indenidade: aspectos gerais dos arranjos formais regulatórios	121
3.2.1. Análise do regime de indenidade das companhias abertas	125
3.2.1.1. Políticas de Indenidade. Decisão de aprovação dos desembolsos. Limite máximo global. Condução na defesa dos processos de responsabilização ajuizados em face dos administradores	128
CAPÍTULO 4 – RISCO MORAL DOS ADMINISTRADORES NO BRASIL: UM PROBLEMA REGULATÓRIO QUE PERSISTIRÁ NO RADAR EM RELAÇÃO AO SEGURO D&O E AO CONTRATO DE INDENIDADE	134
CONCLUSÃO	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	153
APÊNDICE	163

“We do not provide them directors and officers liability insurance, a given at almost every other large public company. If they mess up with your money, they will lose their money as well. Leaving my holdings aside, directors and their families own Berkshire shares worth more than \$3 billion. Our directors, therefore, monitor Berkshire’s actions and results with keen interest and an owner’s eye” (BUFFET, Warren, 2011)¹

INTRODUÇÃO

O objetivo central do presente estudo é mapear as ferramentas regulatórias² que buscam arrefecer o risco moral (*moral hazard*³) decorrente da implementação de 2 (dois) tipos de proteção patrimonial dos administradores de sociedades anônimas de capital aberto⁴, quais

¹ SIMPSON, Andrew G. No D&O Insurance at Berkshire, Other Notes from Buffett’s Letter. **Insurance Jornal**, 28 fev. 2011. Disponível em: <https://www.insurancejournal.com/news/national/2011/02/28/188339.htm>. Acesso em 10 nov. 2019.

² Define-se ferramenta regulatória como um arranjo institucional que dispõe “[...] as regras do jogo em uma sociedade ou, em definição mais formal, **as restrições concebidas pelo homem que moldam a interação humana**. Por consequência, [as instituições] estruturam incentivos no intercâmbio humano, sejam eles políticos, sociais ou econômico. A mudança institucional molda a maneira pela qual as sociedades evoluem no decorrer do tempo e por isso é a chave para a compreensão da mudança história.” (NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução: Alexandre Morales. São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 13, grifo meu). Dessa maneira, esse estudo restringe a concepção de arranjo institucional às restrições previstas formalmente, seja nas disposições normativas aplicáveis (constituição federal, leis, regulamentos e demais instrumentos normativos) seja na prática comercial (consubstanciada, formalmente, nas apólices padrões das seguradoras e nos contratos de indenidade firmado pelas sociedades abertas).

³ Esse fenômeno remonta ao estudo de Kenneth J. Arrow (1968), publicado em três páginas na *The American Economic Review*, em uma linha de pesquisa denominada “Teoria dos Contratos”. Essa linha de pesquisa se insere num contexto de relaxamento dos pressupostos da informação perfeita na análise das dinâmicas e negócios jurídicos. Nesse sentido, destaca-se: “O relaxamento do pressuposto de informação perfeita, por volta dos anos 60, possibilitou à ortodoxia econômica o desenvolvimento de novos conceitos e a explicação de fenômenos até então à margem da análise econômica. Especialmente importantes foram os avanços no sentido de se explicar transações em que se verifica assimetria de informações, *i.e.*, em que uma das partes envolvidas na transação possui alguma informação privada, não adquirível sem custos pela(s) outras (demais) parte(s). Essa linha de pesquisa gerou uma série de teorias – complementares umas às outras – que genericamente receberam o nome de ‘Teoria dos Contratos’. Entre essas teorias, destacam-se a Teoria do Agente-Principal (Jensen & Mecling, 1976), *Mechanism Design* (Laffont & Masking, 1980), Seleção Adversa (Akerloff, 1970), *Singnalling and Self-Selection, Incentive Compatibility* (Spence, 1973), *Moral Hazard* (Arrow, 1968) e *Team Production* (Groves, 1973)” (AZEVEDO, Paulo. Capítulo 1: Antecedentes. In: FARINA, Elizabeth; AZEVEDO; SAES, Maria. (coords.) **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Editora Singular, 1997, p. 38-39).

⁴ Não obstante os tipos de proteção patrimonial dos administradores analisados neste estudo possam ser adotados em qualquer tipo de sociedade empresarial, o recorte na análise de sociedades anônimas de capital aberto assume razões pragmáticas. A primeira delas encontra guarida em um dos próprios questionamentos/objetivos secundários do presente estudo, que é estabelecer possíveis diálogos regulatórios entre a SUSEP (Superintendência de Seguros Privados), na regulação do Seguro D&O, e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), na regulação do Contrato de Indenidade em sociedades anônimas abertas. Como será ressaltado, a regulação realizada/a ser realizada por essas duas autarquias federais endereçam desígnios semelhantes, quais sejam garantir os deveres fiduciários dos administradores e arrefecer a possibilidade do risco moral. A segunda razão é propriamente pela preponderância desse modelo societário em relação ao lucro, à geração de empregos e à importância da função social dessas empresas, sob o ponto de vista interno e externo, no contexto socioeconômico nacional. Em relação à importância qualitativa desse modelo societário, destaco a análise de Marcelo Vieira von Adamek: “Numericamente

sejam o Seguro D&O⁵ e os Contratos de Indenidade⁶. Cumprir esse objetivo central requer, não obstante, algumas incursões prévias.

Nesse sentido, inicialmente, apresenta-se uma breve contextualização dos protagonistas desses instrumentos de proteção patrimonial, os administradores, destacando o contínuo

consideradas, apenas, as sociedades anônimas (sobretudo as abertas) são pouco expressivas; contudo, quando a análise é deslocada da pura e simples contagem de sociedades para a verificação de dados de natureza econômica – tais como lucro, faturamento, retorno sobre capital investido, número de empregos gerados etc. – sobressaem, incontestemente, a sua preponderância sobre as demais sociedades e a sua predileção pelas grandes empresas.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 4). Ressalto, ainda, a obra de Berle e Means, que, em análise da realidade estadunidense, aponta que as grandes companhias acionárias respondem por parcela significativamente relevante da atividade econômica em uma nação, além de ser um estudo vanguardista ao destacar, já na década de 1930, a “revolução do anonimato”, caracterizada pela dissociação entre a propriedade e o controle da gestão empresarial em sociedades anônimas com o capital cada vez mais disperso (BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern Corporation and the private property**. Tradução: Olavo Miranda. Rio de Janeiro: Ipanema, 1957, pp. 18, 50). À luz dessa preponderância e importância desse modelo societário, julgo adequado compartilhar as reflexões de Newton de Lucca em relação à ética de responsabilidade empresarial, a partir da responsabilidade social da empresa vista sob o ponto de vista interno e externo. Nesse sentido, destacam-se os seguintes excertos do autor: “Sob o ponto de vista interno, pense-se, em primeiro lugar, na política empresarial voltada ao desenvolvimento profissional e humano dos trabalhadores da empresa. A obediência às legislações trabalhista e de seguridade social, por exemplo, servirá apenas para mostrar que o dever jurídico da empresa foi cumprido. Ao lado deste, porém, existe o dever ético. [...] Ao lado da política salarial isonômica, a empresa deverá proporcionar aos seus trabalhadores e às suas famílias a possibilidade de melhoria de suas condições de vida. Nesse sentido, a perspectiva de participação nos lucros das empresas é absolutamente indispensável para que os trabalhadores se sintam, também, verdadeiros parceiros dos empresários... A participação dos trabalhadores, igualmente, no processo de tomada de decisões da empresa, contribui para que a empresa forneça aos seus empregados maior satisfação no trabalho e desenvolva saudável o sentimento de autoestima. Também o aperfeiçoamento profissional e humano dos trabalhadores, propiciando-lhes a possibilidade de frequentar cursos e palestras que lhes mostrem as mais diversas lições de vida constitui poderoso instrumento para a preservação da saúde psicológica, tão ameaçada nos dias atuais em que a publicidade desenfreada ordena consumir tudo aquilo que a economia familiar está a proibir... Sob o ponto de vista externo, a responsabilidade social da empresa envolve não apenas a relação com seus trabalhadores, mas igualmente com a clientela, os consumidores em geral, os fornecedores, a comunidade em que ela atua e com o próprio meio ambiente com o qual interage.” (LUCCA, Newton De. **Da ética geral à ética empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 330, 331).

⁵ Em que pese a SUSEP (Superintendência de Seguros Privados) classifique o Seguro D&O como um ramo de seguro de responsabilidade civil, denominando-o como um Seguro RC D&O, o presente estudo, por precisão terminológica e por buscar ressaltar a diferença na causa entre esses dois arranjos securitários (Seguro D&O vis à vis o Seguro de Responsabilidade Civil), opta pela denominação acima referida. Ressalta-se, ainda, que essa escolha também é adotada por recente obra sobre essa temática, que é um dos principais marcos teóricos deste estudo, qual seja: GOLDBERG, Ilan. **O contrato de seguro D&O**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 317-321. No mesmo sentido, classificando o Seguro D&O como um seguro multirrisco profissional, destaca-se a obra de LACERDA, Maurício Andere Von Bruck. **O seguro dos administradores no Brasil: o D&O Insurance brasileiro**. Curitiba: Juruá, 2013, p. 106-110. O Seguro D&O é muito mais amplo que um seguro de responsabilidade, prevendo (i) coberturas para a própria companhia tomadora (*side C; entity coverage*), (ii) coberturas atípicas a um seguro de responsabilidade civil (*eg., gastos com publicidade, penhora online, indisponibilidade de bens do administrador e dos familiares, multas, extradição etc*) e, ainda, coberturas a um amplo leque de responsabilidades (*eg., trabalhista, antitruste, tributária, civil etc*).

⁶ Parte da doutrina brasileira (FARIA, 2015, por exemplo) denomina esse instrumento como “carta de conforto”, que não corresponde ao instrumento denominado nos EUA de *comfort letter* (que é um documento emitido por auditores independentes com a finalidade de atestar a conformidade de informações financeiras prestadas por companhias em ofertas públicas de valores mobiliários; ou um atestado de terceiro independente em relação à solidez financeira da empresa; ou também usado para designar uma garantia por escrito da “empresa-mãe” ou de uma instituição financeira em relação às obrigações da subsidiária/assegurada com terceiros). O instrumento utilizado como proteção patrimonial dos administradores no Brasil corresponde, no direito norte-americano, aos *hold harmless letters* ou aos *indemnification agreements*.

processo de centralização do poder empresarial e da gestão das sociedades anônimas de capital aberto nos órgãos de administração⁷. Independentemente do grau de autonomia desses órgãos em face do controle societário, verifica-se que esse poder de gestão é acompanhado por uma elevada carga de responsabilidades⁸. No entanto, ao se circunscrever à responsabilidade societária e à análise do risco moral dos administradores, este trabalho dispõe sobre o conteúdo e o alcance dos deveres de lealdade, de diligência e dos demais deveres corolários dos administradores, buscando estabelecer uma interconexão entre um regime específico de responsabilidade no direito societário e as coberturas do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade.

Em reação a um regime de responsabilidade mais severo e, ainda, à luz do desenvolvimento da responsabilidade empresarial preventiva⁹, a administração de sociedades empresariais passou a exigir técnicas jurídicas e econômicas para conformar os diversos interesses que gravitam em torno das atividades de uma sociedade anônima de capital aberto, como, *eg.*, os interesses dos sócios, dos credores, de terceiros e dos próprios administradores. Dessa maneira, ainda no primeiro capítulo deste trabalho, analisar-se-á, por um lado, as principais técnicas desenvolvidas pelo direito societário para evitar abusos dos administradores e, concomitantemente, afastar a responsabilidade destes na condução empresarial da sociedade (deveres fiduciários e a *business judgment rule*); por outro, apresentar-se-á as garantias facultativas capazes de garantir os interesses patrimoniais dos administradores *vis à vis* os riscos decorrentes da gestão empresarial.

⁷ Essa dissociação entre o controle societário e o controle empresarial é abordada, pela primeira vez, na cunhada “revolução do anonimato”, já abordada na nota de rodapé 4. Destaco, ainda, nesse processo de centralização do poder empresarial nos órgãos de administração, a contextualização da relação entre sociedade e administradores realizada na obra de LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., *Op. cit.*, p. 54-76.

⁸ Nesse sentido, destacam-se, por um lado, as diversas responsabilidades sob as quais os administradores podem estar sujeitos (**responsabilidade civil-societária**: art. 158 da Lei n. 6.404/1964; **responsabilidade penal**: Lei n. 1.521/1951; arts. 168-A, 172, 177, 337-A do Decreto-Lei n. 2.848/1940; arts. 168 a 178 da Lei n. 11.101/2005; arts. 63 a 74 da Lei n. 8.078/1990; arts. 1º e 2º da Lei n. 8.137/1990; art. 29 a 69 da Lei n. 9605/1998 e art 195 da Lei n. 9.279/1996; **responsabilidade tributária**: art. 135, inc. II, da Lei n. 5.172/1966; **responsabilidade ambiental**: art. 2º da Lei n. 9.605/1998; **responsabilidade falimentar**: art. 82 da Lei n. 11.101/2005; e **responsabilidade concorrencial**: art. 32 da Lei n. 12.529/2011). Nesse contexto, destaca-se ainda a Lei n. 13.506/2017, que majorou os valores atribuídos às penalidades impostas pela CVM e pelo BACEN em virtude de infração às normas que regem o mercado financeiro e de capitais. Esta última será detidamente analisada por este estudo, sobretudo, porque há doutrina que a aponta como um aspecto relevante no *hard market* nesse ramo securitário.

⁹ Valho-me, em analogia, da “responsabilidade civil preventiva” para descrever essa “responsabilidade empresarial preventiva”. Aquele termo é utilizado, por exemplo, pelo Ilan Goldberg, a partir do qual ele descreve doutrinariamente a mudança de paradigma na responsabilidade civil (“giro conceitual” ou “erosão dos filtros tradicionais de reparação”), também fundada em uma responsabilidade alicerçada na presunção de causalidade. (GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 25-58). A finalidade preventiva da responsabilidade a partir da adoção de seguros é descrita também na doutrina norte-americana: TRAUTMAN, Lawrence J.; ALTENBAUMER-PRICE, Kara. D&O insurance: a primer. **American University Business Law Review**, vol. 1, 2012.

Essas garantias se circunscrevem, para fins de delimitação do tema proposto nesta pesquisa, aos Seguros D&O e aos Contratos de Indenidade. No segundo capítulo, apresentar-se-á esses dois tipos de proteção patrimonial dos administradores, aduzindo breves contornos sobre (i) o desenvolvimento histórico desses instrumentos; (ii) a causa desses contratos¹⁰; e (iii) os principais elementos que restringem o alcance e a cobertura deles.

Estabelecendo os alicerces teóricos que compartilhamos acerca desses dois instrumentos contratuais, no capítulo derradeiro, esse trabalho passa a analisar o possível risco moral societário que o Seguro D&O e os Contratos de Indenidade provocam na (in)observância dos deveres fiduciários dos administradores¹¹. Ao fim e ao cabo, o presente estudo é conduzido e busca responder adequadamente às seguintes indagações:

- (i) Qual a natureza jurídica e a causa do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade? Quais são os principais aspectos do regime jurídico desses contratos?
- (ii) Qual o nível de adesão dos Seguros D&O e dos Contratos de Indenidade dentre as empresas listadas no Índice Ibovespa? Há alguma correlação estatisticamente relevante entre o nível de governança da empresa listada na bolsa de valores (nível 1, nível 2 ou novo mercado) e a adoção dos contratos de indenidade?
- (iii) Por também endereçarem o controle do mesmo risco (a observância dos deveres fiduciários na gestão de sociedades anônimas), quais os diálogos regulatórios podem ser estabelecidos entre os Seguros D&O, regulamentados pela SUSEP, e os Contratos de Indenidade, que serão regulamentados pela CVM?
- (iv) Há ferramentas regulatórias destinadas a monitorar e arrefecer o risco moral dessas garantias contratuais em relação ao padrão de diligência dos administradores nas decisões empresariais?

O trabalho partiu de duas hipóteses. A primeira se baseou na crença de que o Seguro D&O dispõe de arranjos capazes de controlar esse risco moral, sobretudo diante das previsões que regulam esse seguro no Código Civil (CC), na Circular SUSEP n. 553, de maio de 2017, e nas disposições específicas das apólices de empresas notadamente experientes ao lidar com um risco moral que atinge, especialmente, o setor de comercialização de seguros. Diante da ausência de regulamentação dos contratos de indenidade pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), a segunda hipótese partiu da concepção de que estes tornariam a proteção

¹⁰ Esse trabalho, por inspiração da obra de Ilan Goldberg, funda-se também na teoria *pugliattiana* de causa, consubstanciada nos efeitos jurídicos principais de um instrumento jurídico (causa em sentido concreto), em uma concepção que se afasta das teorias subjetivas e objetivas de causa, em um “filtro de juridicidade” das concepções de causa. (PUGLIATTI, Salvatore. **Diritto civile. Metodo – Teoria - Pratica**. Milano: Giuffrè, 1951, p. 75 e ss.).

¹¹ Cf. Seção IV, do Capítulo XII, da Lei n. 6.404/1976. Dessa maneira, em que pese a disposição do art. 1.011 do Código Civil, também seja recebida na análise do contrato de seguro, esse estudo optou pelo referido recorte, sobretudo por ser uma análise direcionada às companhias abertas.

patrimonial dos administradores mais ampla (por vezes, irrestrita), seja em relação aos tipos de responsabilidades cobertas seja em relação ao limite máximo global do valor dessa cobertura, recrudescendo, por conseguinte, o risco moral dos administradores.

Para responder adequadamente aos questionamentos propostos e testar as hipóteses em comento, o presente trabalho adotou métodos quantitativos e qualitativos. No que tange aos elementos qualitativos, o estudo selecionou, à luz dos dados do Sistema de Estatísticas da SUSEP (Apêndice I), as apólices de Seguro D&O das empresas CHUBB SEGUROS BRASIL S.A., ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A. e da AIG SEGUROS BRASIL S.A. para ilustrar e verificar as cláusulas modelos dessas empresas na comercialização desse ramo securitário. Essa escolha se deve ao fato de que essas três empresas, em conjunto, receberam aproximadamente 70% do volume de prêmios diretos que o Seguro D&O movimentou nesse mercado nos primeiros 8 (oito) meses de 2019 (Apêndice I)¹².

Além disso, para identificar os parâmetros de interpretação judicial e administrativa, na análise do regime jurídico desses instrumentos contratuais, essa pesquisa optou por inserir como método qualitativo a análise dos acórdãos do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹³. A opção por analisar, especificamente, os acórdãos do TJSP decorre do fato de que 70% dos prêmios diretos pagos, no ramo de Seguro D&O, ao longo dos primeiros 8 (oito) meses de 2019, foram no mercado paulistano (Apêndice II). A opção por analisar os acórdãos do STJ decorre da

¹² Essas três seguradoras representam grupos estrangeiros que historicamente dominam essa tecnologia de gerenciamento de risco no Seguro D&O no mercado global, sendo este um fator diferencial na competitividade delas no mercado interno. Nesse sentido, destaca-se a análise constante na seguinte obra: MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P.. Seguro De responsabilidade civil de diretores e administradores. **Revista Jurídica**. n. 490, 2018, p. 81.

¹³ A base de dados foi composta pela pesquisa jurisprudencial nos sites do TJSP, STJ e da CVM, utilizando os seguintes argumentos de pesquisa: [“seguro de responsabilidade civil de diretores”], [“seguro de responsabilidade civil de administradores”], [“directors and officers”], [“seguro de responsabilidade civil” e “administradores”], [“seguro de responsabilidade civil” e “diretores”], [“contrato de indenidade”], [“plano corporativo de reparação civil”], [“indemnification agreements”], [“hold harmless letters”] e [“carta conforto”], na pesquisa de decisões colegiadas até a data de 09/10/2019. Ressalta-se, desde logo, que há apenas duas decisões da CVM abordando ambos os institutos e que os julgados do STJ e do TJSP se debruçam apenas sobre os Seguros D&O. No STJ, foi localizado apenas um acórdão, o REsp 1601555/SP, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 14/02/2017, DJe 20/02/2017, que afasta a cobertura do Seguro RC D&O para atos dolosos, no caso, a prática de crime de *insider trading*. Na CVM, há o Relatório n. 83/2016-CVM/SEP/GEA-3, que responde consulta formulada pela SMI (Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários) a alterações no estatuto social da então BM&FBovespa S.A., que introduziu dispositivo prevendo contrato de indenidade em complemento ao Seguro D&O da empresa. Além disso, há dois processos administrativos sancionadores da CVM sobre a eventual possibilidade de complementação entre compromissos de indenidade e Seguros D&Os (RJ 2009-8316 e RJ2011-2595), visto que os demais casos analisados apenas fazem menção de que os valores das indenizações dispostas nos processos seriam pagos pelos Seguros D&O, sendo, por conseguinte, descartados na análise desse trabalho. Por fim, no TJSP, após leitura na íntegra dos acórdãos, encontraram-se uma amostra de 17 acórdãos, um deles que deu origem ao acórdão recorrido encontrado no STJ, o REsp 1601555/SP que foi acima abordado. No capítulo destinado à descrição do regime jurídico do Seguro D&O, serão feitas as considerações pertinentes que se entende a cada um deles.

própria atribuição constitucional dessa Corte Superior¹⁴, que é pacificar a interpretação da legislação federal infraconstitucional. Por fim, os julgados da CVM inserem-se na atribuição legal dessa autarquia de perquirir a higidez do mercado e de fiscalizar o cumprimento de deveres fiduciários dos administradores das sociedades anônimas de capital aberto¹⁵. Esse autor compartilha da crença que os entendimentos compartilhados por esses órgãos jurisdicionais são suficientes para investigar os principais aspectos jurisprudenciais do regime jurídico desses contratos.

No que tange aos métodos quantitativos, esse trabalho analisou o último Formulário de Referência de 2019 apresentado pelas companhias abertas listadas na carteira teórica do Ibovespa referente ao quadrimestre de setembro a dezembro de 2019¹⁶, ressaltando, ainda, o atual padrão de governança de cada uma delas junto à B3. Considerações qualitativas importantes foram retiradas e trabalhadas ao longo da análise desses dados. Conforme se verifica no Apêndice III, apenas uma companhia listada no Ibovespa não possui o Seguro D&O,

¹⁴ Art. 105, inciso III, da Constituição Federal: “III - julgar, em recurso especial, as causas decididas, em única ou última instância, pelos Tribunais Regionais Federais ou pelos tribunais dos Estados, do Distrito Federal e Territórios, quando a decisão recorrida: a) contrariar tratado ou lei federal, ou negar-lhes vigência; b) julgar válido ato de governo local contestado em face de lei federal; c) der a lei federal interpretação divergente da que lhe haja atribuído outro tribunal; c) der a lei federal interpretação divergente da que lhe haja atribuído outro tribunal”.

¹⁵ Ao dispor sobre a jurisprudência escassa acerca do padrão de comportamento esperado dos administradores, o Min. Ricardo Villas Bôas Cuevas ressalta a importância da competência da CVM em perquirir esse padrão a partir dos processos sancionadores: “Cabe aqui uma digressão. Como as companhias abertas são fortemente reguladas, por envolverem captação de recursos junto ao público geral, é compreensível que o poder sancionador do ente regulador, no caso, a Comissão de Valores Mobiliários, sendo altamente especializado, demonstre natural vocação para uma primeira apreciação dos atos de administração das sociedades por ações com maior impacto econômico. Desse modo, é primacialmente nos processos administrativos sancionadores instaurados pela autarquia que se desenvolvem interpretações mais contemporâneas dos deveres de cuidado e diligência dos administradores das companhias.”. (CUEVA, R.V.B.. A responsabilidade civil dos administradores de sociedades por ações na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça. **Doutrina: Edição comemorativa, 25 anos**. Brasília: Superior Tribunal de Justiça, 2014, p. 427).

¹⁶ A Instrução Normativa da CVM n. 480 regula as disposições aplicáveis à divulgação anual do Formulário de Referência, que deve ser realizado em até 5 (cinco) meses posteriores ao fim do exercício social. De praxe, as companhias costumam enviar o Formulário após cada atualização importante ao longo do ano. Dessa maneira, ao se optar por consultar o Formulário de Referência de 2019 das companhias, faz-se necessário ressaltar que é possível que este sofra atualizações durante esse limite de tempo indicado no art. 24 da Instrução CVM n. 480. As informações relativas à existência de Seguros D&O e Contratos de Indenidade são divulgados no item 12.11 (“Descrever as disposições de quaisquer acordos, inclusive apólices de seguro, que prevejam o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou ao emissor, de penalidades impostas por agentes estatais, ou de acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos ou judiciais, em virtude do exercício de suas funções”), conforme Apêndice 24. Trata-se de um campo facultativo para o emissor registrado na categoria “B” (Art. 2º. § 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 confiram 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”). Isso impossibilitou a consulta dessas informações em relação a determinadas companhias listadas no Ibovespa 2013, como a Cyrela Brasil (CYRE3), companhia que atua na construção, desenvolvimento, corretagem e venda de imóveis residenciais no Brasil, na Argentina e no Uruguai.

a BRADESCAR S.A.. Observou-se, também, que as empresas, por ausência de regulamentação específica na IN n. 480, da CVM, não possuíam um padrão claro quanto às informações mínimas a serem divulgadas ao mercado.

Ressalta-se que, além de monitorar as empresas que informaram a adoção de Contratos de Indenidade nos Formulários de Referência, o presente estudo verificou se estas cumpriam minimamente as orientações do Parecer de Orientação n. 38, de 25 de setembro de 2018, pela CVM. Algumas empresas, por exemplo, apesar de divulgarem a informação de que possuem disposição indenitária no estatuto social, não disponibilizam seus contratos de indenidade, aditivos ou quaisquer outros documentos que reflitam os termos e condições aplicáveis ao regime de indenidade. Nesse contexto, o estudo dos Contratos de Indenidade enviados à CVM, no Módulo IPE, foram essenciais para se identificar alguns dos aspectos em comum que caracterizam, sobretudo, a autonomia contratual e a natureza jurídica desse instrumento.

Esse estudo ainda procurou testar uma premissa teórica compartilhada pela doutrina¹⁷ nessa temática, na qual se aponta que a Operação Lava-Jato desencadeou uma alteração na estrutura jurídica da responsabilidade societária e do mercado securitário D&O¹⁸. Dessa maneira, esse estudo também monitorou as empresas que compartilhavam o Seguro D&O dentre aquelas que integravam a carteira teórica do Ibovespa no quadrimestre de janeiro a abril

¹⁷ Na academia, entre as obras consultadas que correlacionam a Operação Lava-Jato com alterações no mercado de Seguro D&O, podemos citar: MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 76, 77; TEIXEIRA, Bárbara Bittar. A crise da responsabilidade civil e o seguro D&O. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 80, 2018, p. 238; e FERNANDES, Jean Carlos; GUERRA, Ricardo Henrique e Silva. O Seguro D&O como instrumento de proteção dos administradores de sociedades empresariais. **Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva**, n. 34, Belo Horizonte, 2018, p. 108. Conforme se verifica posteriormente ao longo desta introdução, o método qualitativo da análise dos seguros das empresas integrantes da carteira Ibovespa se mostrou inconclusivo, sobretudo, diante da ausência de divulgação de elementos mais detalhados desses contratos no Formulário de Referência e diante da inexistência de disponibilização desses contratos. Nesse contexto, esse trabalho se valeu dos estudos econométricos desenvolvidos na seguinte obra: RENSI, Rafael Tonet; CARVALHO, João Vinicius de Franca. **O impacto da operação lava jato no mercado de seguros de responsabilidade civil de administradores e diretores no Brasil**. Anais. São Paulo: EAC/FEA/USP, 2019. Disponível em: https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2019_NEW/ArtigosDownload/1316.pdf>. Acesso em: 9 out. 2019. Esse estudo partiu da hipótese constante nos números da tabela I deste estudo (aumento dos prêmios recebidos após 2013) para verificar, a partir das técnicas de *probit* e de modelos lineares (ambas para dados em painel), a influência da operação nesse ramo securitário.

¹⁸ Nesse sentido, destacam-se exemplificadamente diversas notícias que buscam correlacionar o Seguro D&O com a Operação Lava-Jato: i) “Lava Jato ajuda a divulgar e aperfeiçoar o Seguro D&O”, disponível em: <https://www.revistaapolice.com.br/2016/12/lava-jato-e-seguro-deo/>; ii) “Lava Jato trouxe aprendizados ao D&O”, disponível em: <http://www.fenacor.org.br/premiodejornalismo/conteudo/materias/4135/ngkruoai.jlk.pdf>; (iii) “Lava-Jato provoca mudanças no D&O”, disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2017/03/21/lava-jato-provoca-mudancas-no-d-o.ghtml>; (iv) “Lava-Jato aumenta procura por D&O e atrai concorrentes”, disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2017/03/21/lava-jato-provoca-mudancas-no-d-o.ghtml>; (v) “Lava-Jato eleva percepção de risco e estimula D&O”, disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2016/09/26/lava-jato-eleva-percepcao-de-risco-e-estimula-d-o.ghtml>. Todos os acessos foram realizados no dia 09 de outubro de 2019.

de 2013 (Apêndice V)¹⁹, o que também levou a considerações importantes: (i) dessa vez 3 (três) empresas não possuíam Seguros D&O; (ii) outras empresas, como a então SOUZA CRUZ, mantinham coberturas que posteriormente foram restritas pela regulação da SUSEP²⁰; por fim, (iii) outras empresas, como a B2W VAREJO e o SANTANDER BR, indicavam a exigência de disposição indenitária estatutária aos administradores²¹ e/ou de cartas de indenizações²². Essa última constatação, por exemplo, revelou indício de que essa proteção patrimonial não é novidade no Brasil²³, indicando, ainda, que a tipificação social desse instrumento, pelo uso empresarial, foi acompanhada, direta ou indiretamente, por incertezas do mercado quanto à possibilidade e aos limites na adoção desse instituto²⁴, o que, de fato, culminou no recente (e incipiente) pronunciamento da CVM.

¹⁹ Segundo o próprio Ministério Público Federal, a fase ostensiva da operação, com a investigação de pessoas ligadas à megapolítica, iniciou apenas em 17 de março de 2014, momento no qual se deflagrou a “primeira fase” da operação. Esse marco temporal justifica a escolha da carteira teórica do Ibovespa referente ao primeiro quadrimestre de 2013. Para saber mais sobre a cronologia e histórico da Operação Lava-Jato, destaco o próprio site do MPF (<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/entenda-o-caso/entenda-o-caso>), acessado em 09 de outubro de 2019.

²⁰ Em breve síntese, destacam-se duas dessas coberturas que, posteriormente, viriam a ser restrita ou sequer era autorizada pela regulamentação da SUSEP, respectivamente: (i) os prejuízos decorrentes pela responsabilidade ambiental (“poluição”) e (ii) penalidades impostas com relação a atos dolosos. O regime jurídico e as coberturas do Seguro D&O serão abordados detidamente no capítulo 2 deste estudo.

²¹ Nesse sentido: “Na Assembleia Geral Extraordinária de 30/04/2012 foi incluída disposição estatutária prevendo a possibilidade de o emissor assegurar aos membros do Conselho de Administração, da Diretoria e do Conselho Fiscal ou aos membros de quaisquer órgãos sociais com funções técnicas destinadas a aconselhar os administradores, a defesa em processos judiciais e administrativos instaurados por terceiros, durante ou após os respectivos mandatos, por atos praticados no exercício de suas funções, inclusive por meio de contrato de seguro permanente, a fim de resguardá-los das responsabilidades por atos decorrentes do exercício do cargo ou função, com o pagamento das despesas processuais, honorários advocatícios e indenizações decorrentes dos referidos processos, por meio da inclusão do Artigo 51 no Estatuto Social do emissor.”. Disponível em: <https://static.b2wdigital.com/upload/outrosarquivamentoscvm/00002209.pdf>>. Acesso em: 9 out. 2019.

²² O SANTANDER BR denomina o Contrato de Indenidade como “Carta de Indenização”: “Em Reunião do Conselho de Administração realizada em 23 de dezembro de 2009 foi aprovada a emissão de cartas de indenização aos atuais e futuros administradores da Companhia, instituições financeiras e/ou associações e/ou empresas não-financeiras direta ou indiretamente controladas pela Companhia. A carta de indenização tem o objetivo de definir os parâmetros de indenização que serão assegurados aos administradores da Companhia, instituições financeiras e/ou associações e/ou empresas não-financeiras direta ou indiretamente controladas pela Companhia, em razão de eventuais danos patrimoniais sofridos em decorrência do exercício regular de suas funções estatutárias. Além da carta de indenização, a Companhia possui apólice de seguro de Responsabilidade Civil D&O (Directors&Officers), renovada anualmente, com o objetivo de garantir aos seus diretores e administradores o pagamento de indenizações decorrentes de reclamações que exijam a reparação de danos causados a terceiros ou à Companhia em virtude do exercício de suas funções. A atual apólice possui limite máximo de indenização no valor de R\$ 69.418.000,00 e âmbito de cobertura mundial. O prêmio pago para a vigência até julho de 2014 foi de R\$ 690.775,54”. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 9 out. 2019.

²³ Essa constatação, ainda, foi corroborada pelo estudo dos processos administrativos sancionadores da CVM que analisavam, já na década passada, essa figura contratual (cf. nota de rodapé 13). Um destes processos, analisados posteriormente neste estudo, demonstrou que o BANESTES S.A já possuía Contratos de Indenidade desde 2006.

²⁴ Em 2017, a ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas) enviou nova minuta de contrato de indenidade à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, na CVM, para análise da possibilidade de adoção de contratos de indenidade por sociedades anônimas abertas. Segundo a ABRASCA, os contratos de indenidade deveriam ser adotados apenas em complementaridade ao Seguro D&O, em situações extremas. Essa consulta que, posteriormente, culminou na edição do Parecer de Orientação n. 38 da CVM. Destaca-se, nesse sentido, a íntegra da consulta formulada no “Sistema de Informações ABRASCA às Companhias Abertas”, em

O aumento tímido de empresas que passaram a aderir ao D&O e aos Contratos de Indenidade, na análise comparativa pós Lava-Jato, conduziu à necessidade de uma investigação mais direcionada. Dessa maneira, o estudo passou a monitorar se houve um crescimento dos prêmios pagos e do limite global dessa cobertura securitária entre as empresas que permaneceram na carteira teórica do Ibovespa nesses dois momentos temporais. Essa análise revelou-se inconclusiva por dois fatores: o primeiro deles se refere ao fato já suscitado de que não há a exigência de informações mínimas a serem divulgadas sobre essas apólices, o que nos conduziu a diversas empresas que não divulgaram essas informações (prêmio e limite global de cobertura das apólices) no Formulário de Referência de 2013; além disso, nos poucos exemplos em que foi possível esse monitoramento, o resultado quantitativo das análises carecia de uma investigação qualitativa dessas apólices de seguro. Conforme será melhor desenvolvido ao longo do estudo, em que pese essa tentativa inconclusiva, esse estudo incorporou pesquisas econométricas recentes²⁵ que partiram da hipótese constante no Apêndice IV deste estudo (aumento do valor dos prêmios pagos nesse ramo após 2013) para indicar evidências que sugerem alguns impactos da Operação Lava-Jato nesse ramo securitário.

Ao perpassar pelo que denominamos de incursões prévias ao objetivo principal desse estudo (monitorar os arranjos regulatórios formais que concorrem ao arrefecimento do risco moral societário na adoção dos instrumentos de proteção patrimonial em análise), este trabalho busca contribuir com o escasso debate doutrinário desses instrumentos. Em 2013, por exemplo, o TJSP expressamente abordou essa dificuldade ao analisar judicialmente o Seguro D&O²⁶, até então não debatido na doutrina ou na jurisprudência brasileira. Essa dificuldade certamente é enfrentada atualmente pela CVM na análise dos arranjos contratuais dos Contratos de

título “ABRASCA solicita à CVM alterações na minuta do contrato de indenidade sobre cobertura dos Seguros D&O”, n. 1338, 2017, p. 2-6. Disponível em: https://www.abrasca.org.br/Uploads/siacia/1417_Sia_Cia_1338.pdf. Acesso em 10 out. 2019. Essa proposta de alteração, ainda, foi analisada pelo então presidente do Conselho Diretor da Associação Brasileira das Companhias Abertas: PLOGER, Alfred. Contrato de Indenidade para as Companhias Abertas. **Revista RI – Relação com Investidores**, n. 217, 2017. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/217/1290>. Acesso em: 9 out. 2019.

²⁵ Cf. nota de rodapé 17, que aborda os estudos econométricos de Rafael Tonet Rensi e João Vinícius de França Carvalho, apresentados no XIX USP *International Conference in Accounting*, em julho de 2019.

²⁶ Nesse sentido, destaca-se excerto do voto apresentado pelo Desembargador Vito Guglielmi, relator na Apelação n. 543.194-4/9-00, na 6ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo, em julgado no ano de 2008: “[...] Mas não é só de precedentes jurisprudenciais que carece o tema. É que não se logrou encontrar na doutrina brasileira, ao menos publicada, qualquer obra sobre o tema. Parece mesmo se tratar de assunto verdadeiramente inédito. Outra alternativa não restou a este relator, em face da especialidade da matéria, do que valer-se de doutrina estrangeira. Importante, portanto, fazer-se um breve histórico desse tipo de contrato de seguro e suas especificidades, até para que didaticamente se possa extrair as conclusões.”. Destaca-se, ainda, que este é, até onde se tem conhecimento, o primeiro acórdão sobre o tema do Seguro D&O no Brasil.

Indenidade, em um momento prévio à regulação específica deste instituto²⁷. Além disso, verifica-se que o atual debate doutrinário permanece escasso em relação ao Seguro D&O, destacando-se apenas 5 (cinco) grandes obras sobre o assunto no Brasil²⁸. Em relação ao Contrato de Indenidade, esse debate ainda é atualmente vilipendiado²⁹, sendo apenas abordado subsidiariamente em algumas dessas obras como um instrumento complementar ao Seguro D&O.

Esse trabalho, por conseguinte, ao monitorar esses arranjos institucionais formais, busca estabelecer um possível diálogo regulatório entre a disciplina do Seguro D&O pela SUSEP, e

²⁷ Por um lado, a própria Diretora-Relatora, em julgado no PAS RJ2011/2595, em julho de 2014, consignou que a temática do Contrato de Indenidade estaria intocada no Brasil: “A meu ver, o mérito deste processo sancionador proposto pela SEP é colocar em discussão um tema importantíssimo e imensamente debatido por reguladores e doutrinadores internacionais, mas ainda relativamente intocado em âmbito nacional. No entanto, não me parece que um processo sancionador, com acusações gravíssimas como falta de dever de lealdade e abuso do poder de controle, seja arena apropriada para essa discussão.”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140729_PAS_RJ20112595.pdf. Acesso em: 14 out. 2019. Por outro lado, a própria CVM (Comissão de Valores Mobiliários) expressamente consignou, no Parecer de Orientação CVM n. 38, de 25 de setembro de 2018, que haveria disposição específica no futuro sobre a temática, devendo as companhias enviar esses contratos de indenidade ao Módulo IPE, do Sistema Empresas.NET: “Enquanto não houver disposição específica na regulamentação da CVM, as companhias devem disponibilizar os documentos e informações mencionados nos parágrafos anteriores conforme orientação a ser expedida pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), cabendo ressaltar que já foi criada a categoria “Contratos de Indenidade”, no Módulo IPE do Sistema Empresas.NET, para o envio dos referidos contratos.”. Destaca-se, ainda, que esse estudo monitorou as empresas que enviaram os contratos de indenidade.

²⁸ O autor monitorou apenas 2 (duas) obras atualizadas sobre o assunto, sobretudo, após a edição da Circular SUSEP n. 553, de 23 de maio de 2017. A primeira delas se refere à dissertação de mestrado apresentado por Péricles Filho, na FGV Direito Rio, em 2018: FILHO, Péricles Gonçalves. **Seguro e risco moral: o seguro de responsabilidade civil dos administradores (*directors & officers liability insurance*) e as ferramentas regulatórias para mitigar o risco moral no contexto corporativo**. 2018. 143f. Dissertação (Mestrado em Direito) – FGV Direito Rio, Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. A segunda se refere à tese apresentada por Ilan Goldberg, lançada em recente obra: GOLDBERG, Ilan. Op. cit. Além disso, destacam-se outras três obras relativamente desatualizadas sobre o Seguro D&O, sobretudo a partir de recentes regulações sobre a temática: LACERDA, Maurício Andere Von Bruck. **O seguro dos administradores no Brasil: o D&O Insurance brasileiro**. Curitiba: Juruá, 2013; FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. **O seguro D&O e a proteção ao patrimônio dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Almeida, 2015; e CARA, Marília de. **A aplicabilidade do seguro de responsabilidade de administradores e diretores no âmbito da administração de companhias**. 2013. 148f. Dissertação de mestrado (Mestrado em direito comercial) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo.

²⁹ Não há nenhuma grande obra que aborde, especificamente, os aspectos jurídicos relacionados ao Contrato de Indenidade. Em geral, esse arranjo contratual é apontado como um complemento aos Seguros D&O, em que pese não haja nenhum óbice jurídico para ser adotado singularmente, como efetivamente ocorria, por exemplo, na B2W Varejo, em 2013, a partir de previsão estatutária inserida na Assembleia Geral Extraordinária de 30/04/2012 dessa companhia. Na obra de Clara Beatriz Lourenço de Faria, por exemplo, expressamente se denomina o “Contrato de Indenidade” como uma “Carta Conforto”, questionando-se, inclusive, a eficácia desse instrumento: “Um dos fatores é a sua [da carta conforto] questionável eficácia em caso de execução judicial. Não tendo o documento uma estrutura definida, ele pode não ser reconhecido em juízo como um título executivo extrajudicial, de modo que o seu cumprimento nesse caso passa a depender exclusivamente da boa-fé da sociedade em cumprir com o que se obrigou na carta.”. (FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. Op. cit., p. 76). Fato é que não há estudos que analisam essa “redescoberta” dos acordos de indenidade enquanto contratos eficazes na proteção patrimonial dos administradores, sobretudo porque era um instrumento renegado pelo costume empresarial. Não obstante, conforme se observa no Apêndice III e no monitoramento das empresas listadas no Índice Ibovespa, paulatinamente cresce o número de empresas que passam a aderir esse instrumento de proteção patrimonial aos administradores.

a futura regulação do instituto dos Contratos de Indenidade pela CVM. Ao dirimir a causa e os efeitos jurídicos desses instrumentos, buscar-se-á estabelecer esse diálogo a partir do objetivo comum regulatório de ambas autarquias: editar normas (poder regulatório) que direcionem a conduta dos administradores à observância do padrão fiduciário legalmente esperado, evitando eventuais consequências perniciosas dessas garantias. Essa contribuição com a literatura do tema se circunscreve, propriamente, às justificativas para a escolha dessa temática e desse recorte como trabalho de conclusão de curso.

Dessa maneira, à luz da divisão já supracitada, o estudo parte ao exame do alicerce do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade, que é o regime específico da responsabilidade societária dos administradores, em um diálogo permanente entre o poder empresarial, os riscos decorrentes do cumprimento de elevados deveres fiduciários e as técnicas legais e facultativas criadas para garantir a higidez das decisões empresariais.

1. UM ESTUDO SOBRE O CONTROLE DO RISCO

A sociedade contemporânea é uma sociedade de riscos³⁰ concebidos não apenas por fatores exógenos: os riscos são, cada vez mais, frutos de decisões e ações humanas³¹. Nesse

³⁰ Essa expressão foi cunhada primeiramente pelo sociólogo alemão Ulrich Beck, na obra *Risikogesellschaft*, em 1986, lida parcialmente por esse autor na versão traduzida por Mark Ritter. O autor define risco como um conceito diretamente relacionado à “modernidade reflexiva”: “Risk may be defined as a systematic way of dealing with hazards and insecurities induced and introduced by modernization itself. Risks, as opposed to older dangers, are consequences which relate to the threatening force of modernization and to its globalization of doubt. They are politically reflexive. Risks, in this meaning of the word, are certainly as old as that development itself.” (BECK, Ulrich. **Risk Society: towards a new modernity**. Tradução: Mark Rittier. London: Sage Publications, 1992, p. 21). Dessa maneira, risco, para fins deste estudo, não se refere apenas ao elemento essencial do contrato de seguro (risco como possibilidade de sinistro; risco como adversidade do sinistro; risco em relação ao ato doloso do segurado; subscrição do risco na definição do prêmio). Nesse sentido, destaco em breve síntese as conclusões de Luiza Moreira Petersen, na análise do conceito de risco em obra sobre a temática: “A noção de risco, porém, transcende os domínios do seguro. Antes de ser um elemento categorial desse contrato, o risco é um fato social, de caráter complexo, objeto de estudo das mais diversas áreas do conhecimento. Na base da noção de risco está a ideia de incerteza quanto ao futuro, quanto à possibilidade de evento adversos. Esse tipo de incerteza comporta diversas análises e perspectivas: ora se aproximando da noção de perigo, ora da noção de probabilidade; ora como um fenômeno calculável, previsível, gerenciável, ora como algo que desafia a capacidade do ser humano de previsão e domínio; em perspectiva ora objetiva, ora subjetiva; ora como realidade objetiva, ora como construção social.” (PETERSEN, Luiza Moreira. **O risco no contrato de seguro**. São Paulo: Editora Roncarati, 2018, p. 169, 170).

³¹ Sobre o assunto, destaco ainda o capítulo 6 (*Regulation Risks*) e os seguintes excertos para corroborar com as afirmações trazidas neste estudo: “Regulation can be seen as being inherently about the control of risks, whether these relate to illnesses caused by the exposure to carcinogens, inadequate utility services, or losses caused by incompetent financial advice. [...] To view regulation as concerned with the control of risk adds to our understanding of key regulatory debates across all dimensions of regulation, namely standard-setting, information-gathering, and behavior modification. [...] Risks are no longer imposed by exogenous factors and regarded as a matter of fate. Instead, risks have taken on a different quality—they are no more just a matter of destiny or of change: rather, contemporary risks are increasingly manufactured in that they are the result of human decisions and actions.” (BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. New York: Oxford University Press, p. 83-84).

diapensão, a previsão e controle do risco torna-se uma função precipuamente regulatória³², podendo a responsabilidade societária e a regulação dos Seguros D&O e dos Contratos de Indenidade ilustrar essa concepção.

Isto porque tanto o legislador (na Lei n. 6.404/1976 ou nas instruções normativas da CVM) quanto a seguradora (que comercializa as apólices de D&O) buscam monitorar, controlar e prevenir a ocorrência de determinados riscos que perversamente possam incentivar decisões empresariais negligentes³³. Por um lado, tutelam-se legalmente desincentivos ao descumprimento de deveres fiduciários (sanções); por outro, o legislador e a seguradora buscam garantir e incentivar que os administradores permaneçam leais, diligentes, criativos e ousados em seus atos de gestão.

Em síntese, há duas realidades societárias: não haveria a edição de instrumentos normativos se não houvesse riscos a serem tutelados na relação das sociedades anônimas com os *stakeholders* internos (acionistas³⁴, órgãos de administração e empregados) e externos (governo, investidores, empresários, companhias); assim como não haveria Seguro D&O e Contratos de Indenidade se não houvesse riscos patrimoniais aos administradores na gestão dessas companhias. Isto justifica a impossibilidade de se perquirir o objetivo principal deste

³² BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE Martin., Op. cit., p. 83.

³³ Sobre as ferramentas regulatórias das seguradoras, destaco a seguinte obra: BEN-SHAHAR, O.; LOGUE, K. D. *Outsourcing Regulation: How Insurance Reduces Moral Hazard*. **Law & Economics Working Papers**, paper 47, 2012. Disponível em: https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1157&context=law_econ_current>. Acesso em 10 nov. 2019. Nesta obra, os autores abordam diversas ferramentas regulatórias *ex ante* (i. *Underwriting Risk: Differentiated Premiums*; ii. *Deductibles and Copayments*; iii. *Refusal to Insure*; iv. *Coaching Safer Conduct*; v. *Implementing Private Safety Codes*; vi. *Research and Development of Safety Methods*; vii. *Motivating Government Regulation*) e *ex post regulation* (i. *Claims Management*; ii. *Mitigation of Loss*; iii. *Exclusions*; iv. *Ex post Underwriting*), a partir das quais as seguradoras podem regular o risco.

³⁴ Atualmente, diante da dispersão acionária que caracteriza, sobretudo, as sociedades anônimas americanas, e diante da separação mais clara entre propriedade e controle (cf. nota de rodapé 38), a doutrina passou a identificar diferentes tipos de acionistas. Dessa maneira, não se classifica um acionista apenas em relação à quantidade de ações que eventualmente possuem (propriedade), mas também no que tange ao interesse de participar da gestão da empresa. Nesse sentido, teríamos dois grandes tipos ideais de acionistas: os acionistas empresários (atuantes e interessados na gestão da companhia, a partir da participação efetiva destes nas assembleias-sociais) e os acionistas especuladores e rendeiros (investidores desinteressados na condução da companhia). Os acionistas investidores, por exemplo, tutelados pela regulamentação da CVM, representam um fenômeno societário denominado *absenteísmo voluntário*, que ilustra a dispersão acionária àqueles acionistas que não estão interessados (ou até impossibilitados) em participar diretamente da condução e gestão da companhia ou, ainda, de influir politicamente na condução da companhia (por hipossuficiência técnica, científica ou socioeconômica). Sobre a classificação dos diferentes tipos de acionistas: AGUIAR, Danilo Augusto Barboza. *Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Alterações no regime legal de ações preferenciais*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 22, 2003, p. 98, 99; FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. **La protección jurídica del accionista inversor**. Elcano (Navarra): Aranzadi, 2000. Sobre a competência da CVM de garantir a higidez do mercado de capitais e proteger os acionistas investidores: CVM. Voto CNM n. 426, aprovado em 21/12/78. *Regulação do Mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. p. 5. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historiasinterativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>>. Acesso em: 1 jun. 2019.

estudo (mapear os arranjos institucionais formais que buscam arrefecer o risco moral decorrente da implementação dos tipos de proteção patrimonial dos administradores) sem se ater minimamente à relação jurídica dos administradores com as companhias. É diante da responsabilidade dos administradores que será analisada a existência de arranjos formais para se monitorar e coibir o risco subjetivo de estes atuarem com menos diligência, por consequência da adoção de garantias patrimoniais.

1.1. A RELAÇÃO ENTRE ADMINISTRADORES E SOCIEDADE EMPRESARIAL: A DEFESA POR UM REGIME DE RESPONSABILIDADE ESPECÍFICO

É a partir da transição entre o século XIX e XX, impulsionado por imperativos de mercado e por necessidades empresariais internas, que angaria preponderância a concepção da administração como “órgão societário”³⁵. Esse fenômeno econômico e jurídico está relacionado com (i) o protagonismo que essas sociedades anônimas passam a obter mundialmente³⁶; (ii) a

³⁵ Desde o século XVII, diversas concepções de pessoas jurídicas passam a explicar o interesse próprio de uma realidade jurídica criada, que se manifesta por seus órgãos administrativos societários (e não pelos interesses dos seus proprietários). Nesse sentido, destacam-se, por exemplo, a “teoria da ficção”, de Savigny, segundo o qual a pessoa jurídica seria uma ficção legal à qual se atribui direitos subjetivos; a “teoria da aparência”, de Jhering; a “teoria orgânica”, de Beseler e Gierke; e, ainda, a título exemplificativo, a “teoria da afetação”, de Brinz e Windscheid. Esse estudo afirma que houve o recrudescimento da importância da administração como um órgão (realizada por um órgão da sociedade) a partir das diversas transformações da sociedade anônima, em um período após revolução industrial, que serão abordadas nas notas de rodapé posteriores. Sobre as diferentes concepções de pessoa jurídica: CORREIA. Luís Brito. **Os administradores de sociedades anônimas**. Coimbra: Almedina, 1993, p. 176-188. A pessoa jurídica passa, por conseguinte, a se manifestar sua vontade pelo seu “órgão social”, que é propriamente o centro ao qual é imputado direito e deveres. Esse órgão não se confunde com as pessoas (físicas ou também jurídicas) que a integram. Nesse sentido: “Em última análise, a noção de órgão vincula-se, geneticamente, à de vontade social; é uma decorrência lógica do conceito de interesse coletivo. O órgão pode ser integrado por uma ou mais pessoas, físicas ou jurídicas, mas ele não é a pessoa investida no cargo, e sim, concretamente, o próprio cargo ou centro de imputação de poderes funcionais. A pessoa investida da atribuição de exercer os respectivos poderes é apenas o seu titular ou membro (*Organmitglied*), verdadeiro suporte do órgão (*Amtsträger*, *Organträger* ou *Organverwalter*), porém sem com isso se confundir com o próprio órgão”. (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 12).

³⁶ Cf. nota de rodapé 4, que explica a importância contemporânea dessas sociedades. Destaca-se, ainda, excerto da obra da professora Ana Frazão que dispõe sobre a importância econômica e social das sociedades anônimas para o direito comercial, ramo que passa a ser encarado, segundo a autora, já no século XIX, como o “direito das sociedades comerciais”: “A expansão das sociedades anônimas foi tão grande que, no final do século XIX, já era preocupante o agigantamento de várias companhias não apenas em decorrência do seu crescimento interno, mas também dos diversos mecanismos de concentração empresarial.”. Nesse contexto, ainda, a autora aduz que a empresa, notadamente a sociedade anônima, passa a ganhar dimensão própria, rompendo barreiras clássicas de direito público e privado, podendo ser estudada a partir de aspectos dinâmicos e multidisciplinares, tais como “[...] (i) associação entre capital e trabalho; (ii) instituição social definidora da civilização contemporânea; (iii) centro de poder, em todos os seus desdobramentos, especial o poder econômico e o poder político que lhe é correspondente; (iv) núcleo social que, mais do que atender às necessidades básicas do homem, tem importante papel como formador de opiniões, definindo preferências e estilos de vida; (v) organização criadora de empregos, bem estar dos trabalhadores e dos consumidores, riquezas e recursos para tributação; (vi) forma de organização do risco empresarial e da atividade econômica para mercados; (vii) organização que se apresenta como alternativa às negociações de mercado na medida em que se mostra mais idônea para reduzir custos de transação.” (FRAZÃO, Ana. **Função social de empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 71-74).

expansão e o agigantamento, inclusive interno, dessas companhias; e (iii) a dispersão acionária, que passou a intensificar a separação entre propriedade e controle³⁷, suscitando novas formas de controle interno e externo³⁸. Essas transformações exigiam, ao fim e ao cabo, novas soluções jurídicas que pudessem garantir a regularidade no exercício de poderes de controladores e de administradores em face da tutela do interesse social da companhia.

Dessa maneira, contemporaneamente, o exercício do poder empresarial passa a ser deslocado para um órgão administrativo, reservando-se aos acionistas a faculdade de participação e de ingerência nas decisões empresariais a partir de outro órgão societário, a assembleia geral³⁹. Os administradores deixam de ser considerados “meros mandatários”⁴⁰ para

³⁷ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 76-82.

³⁸ Berle e Means apresentam cinco grandes possibilidades de controles internos: (i) controle com quase completa propriedade acionária (*control through almost complete ownership*); (ii) controle majoritário; (iii) controle obtido por instrumento jurídico (*through a legal device*); (iv) controle minoritário e (v) controle administrativo. (BERLE; MEANS., Op. cit., p. 70). Na célebre obra de Fábio Konder Comparato, ao analisar criticamente os tipos ideais apresentados por Berle e Means, à luz da realidade societária norte-americana, o autor brasileiro propõe a existência de quatro tipos de controle interno: (i) o controle totalitário, suplantando a indefinição conceitual de “quase” todos os autores norte-americanos, podendo aparecer sob a forma de totalitário unitário e totalitário conjunto; (ii) o controle majoritário, (iii) o controle minoritário e o (iv) controle gerencial (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43-75). Não obstante, deve-se ressaltar que ainda impera no Brasil uma elevada concentração acionária, o que tornaria inexistente, segundo o autor, o controle gerencial nas sociedades anônimas brasileiras. Nesse sentido, cabe destacar o relatório da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico), que, analisando as companhias abertas brasileiras no ano de 2002, revelou um percentual médio de concentração de 51% das ações ao maior acionista; de 65% aos três maiores acionistas e, por fim, de 67% aos cinco maiores acionistas. (OCDE. **Relatório Oficial de Governança Corporativa na América Latina**, 2003. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf>>. Acesso em 22 out. 2019). No que tange ao controle externo, Fábio Konder Comparato o classifica como as diversas situações fáticas nas quais “o controlador, no caso, não é necessariamente membro de qualquer órgão social, mas exerce o seu poder de dominação ab extra.” (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão., Op. cit., p. 76). Não obstante, para ilustrar essas novas formas de identificação de controle externo, que caracterizam o fenômeno jurídico e econômico de transformação das sociedades anônimas (cf. nota de rodapé 36), destaco a recente dissertação apresentada por Angelo Gamba, na qual o autor defende que o controle externo deve ser determinado (ou pode ser verificado) a partir da intervenção sobre a política financeira da companhia. Nesse sentido: “[...] entende-se que é a definição da política financeira que importará na instauração de controle externo, especialmente por duas razões fundamentais: (i) a influência administrativa não necessariamente vincula a gestão financeira e, por conseguinte, pode modificar tão somente questões periféricas aos planos de ação mais centrais da sociedade; e (ii) a definição de estratégias administrativas não necessariamente importa em controle, mas tão somente pode levar a relação de dependência econômica que, como já se demonstrou, não é suficiente para instaurar controle externo e é parte integrante dos contratos empresariais de cooperação (nomeadamente os relacionais ou híbridos) de maneira geral.” (GAMBA PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle empresarial externo: a definição da política financeira como critério unificado para a identificação do controle**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de Brasília, p. 127-128).

³⁹ Marcelo Adamek apresenta diversos critérios para diferenciar os órgãos societários (que, apesar de possuírem uma grande importância didática para fins de orientação do ramo societário, nutrem reduzida relevância prática). Uma das classificações é quanto ao funcionamento, classificando os órgãos como permanentes (*eg.*, diretoria e/ou conselho de administração) e órgãos episódicos, como a assembleia-geral. Além disso, o autor apresenta a classificação dos órgãos quanto ao número de titulares (órgãos singulares e plurais), quanto ao modo de funcionamento (plurais sucessivos e simultâneos – estes podendo ter funcionamento disjuncto, conjunto ou colegial), quanto à competência (órgãos externos e internos) e, por fim, quanto à obrigatoriedade (obrigatórios ou facultativos). (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 12-15).

⁴⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 82,83.

se tornarem “presentantes” da vontade da companhia⁴¹, capazes de manifestá-la diretamente por intermédio das atribuições de gestão e supervisão que exercem nos órgãos sociais da administração⁴².

Essa perda do caráter de mandato na relação entre administradores e sociedade gera grande repercussão no direito romano-germânico, inclusive no Brasil, que passa a reforçar a responsabilidade dos administradores a partir da positivação de um regime extracontratual⁴³. Desde o século XX, em um contexto de reforço dessas responsabilidades extracontratuais dos administradores, destaca-se o progressivo reconhecimento da culpa normativa, dissociada de uma análise exclusivamente psicológica, o que trouxe impactos importantes na construção (ao menos em tese) de parâmetros objetivos para se aferir a culpabilidade do administrador na gestão de sociedades anônimas⁴⁴.

Nesse contexto, o Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940 (DL 2.627/40), reverberou essa tendência internacional, que ainda repercutia as consequências da alteração na

⁴¹ Marcelo Adamek apresenta oito razões para a derrocada da “teoria do mandato” e suas variantes: (i) a incongruência seria de que a representação importaria na ideia de substituição (na manifestação) de vontades, o que seria impossível diante do fato de que a única vontade da pessoa jurídica seria aquela exteriorizada pelos administradores; (ii) a ideia de mandato contrariava o próprio pressuposto legal que exigia a presença de administradores (“O mandato é contrato, negócio jurídico, e pressupõe, portanto, a opção do mandante em outorgá-lo ou não, quando bem lhe aprouver: não pode jamais ser ato impositivo e indispensável, como é a presença de administradores nas sociedades.”); (iii) não haveria subordinação entre outorgante e outorgado do mandato (CC, art. 654), sobretudo, porque as atribuições dos administradores decorrem de lei e não há subordinação entre os órgãos societários (a administração da sociedade não está subordinada à assembleia geral, por exemplo); (iv) os poderes de administração não podem ser delegados (art. 139, LSA), o que pode ocorrer no mandato; em sentido semelhante à razão anterior, ainda, (v) as atribuições envolveriam a prática de ato personalíssimo e, por conseguinte, indelegáveis; (vi) a administração seria um centro de poderes que exerce verdadeira atividade, enquanto o mandato envolve a prática de atos jurídicos isolados; (vii) a teoria do mandato não oferece resposta à possibilidade de a sociedade ficar obrigada perante terceiros pelos atos praticados pelos administradores eleitos por grupos minoritários ou por deliberação não unânime; e por fim, (viii) a teoria da representação não se coaduna com o fato de que atualmente não são todos os órgãos administrativos que possuem poderes para expressar a vontade coletiva da sociedade perante terceiros/externos, podendo estes se circunscreverem a apenas vontades e aspectos internos. (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 32-35).

⁴² Sobre a substituição da teoria de representação (mandato) pela teoria orgânica e a “representação” da vontade da companhia pelos administradores, destaca-se Fábio Ulhoa: “A partir da segunda metade do século XIX, com as obras de Beseler, de 1847, e de Gierke, de 1887, iniciou-se a elaboração da teoria orgânica, uma doutrina estreitamente ligada à superação das concepções pré-normativistas das pessoas jurídicas (Correia, 1993:201). Tomando-se por premissa a constatação de que a pessoa jurídica não existe fora do direito positivo, afirma-se impossível ela manifestar vontade senão por meio de pessoas físicas. **Decorre daí que os órgãos não substituem a vontade da sociedade anônima, mas a expressam. Não são, a rigor, representantes, mas presentantes, no sentido de que tornam presente a vontade da companhia** (cf., por todos, Pontes de Miranda, 1965:385). Assim, cada órgão expressa a vontade da pessoa jurídica da sociedade anônima nos limites de sua competência: a assembleia geral manifesta-a relativamente à aprovação das contas dos administradores, à definição das normas estatutárias etc.; o conselho de administração o faz quanto à escolha dos diretores, à emissão de novas ações no limite do capital autorizado, entre outras matérias; o conselho fiscal, na convocação da assembleia geral, por exemplo; e a diretoria, enfim, diz a vontade da companhia na assinatura de contratos, nas manifestações judiciais e na generalidade dos atos e negócios jurídicos.” (COELHO, Fábio Ulhoa; **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa** [livro eletrônico]. vol. 2, 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, RB-8.1, grifo meu).

⁴³ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 140-141.

⁴⁴ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 143-145.

relação jurídica dos administradores com a sociedade. Dessa maneira, o DL 2.627/40 adotou a teoria dos poderes de direção⁴⁵, reforçando o poder empresarial dos administradores⁴⁶; positivou diversos deveres legais⁴⁷, destacando essa tendência de um regime extracontratual aos administradores e corroborando, ainda, a própria corrente institucionalista de interesse social da companhia⁴⁸. **Ainda nesse instrumento normativo, destacam-se algumas previsões da responsabilidade dos administradores, que se mantêm vigentes até hoje e que imputam quatro situações de responsabilidade pessoal desses administradores, quais sejam: em**

⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 50.

⁴⁶ O art. 116, § 5º do DL 2.627/40 deixava claro que as atribuições da administração da sociedade não poderiam ser transferidas aos acionistas (à assembleia geral ou a qualquer outro órgão eventualmente criado para se burlar esse poder empresarial conferido legalmente aos administradores): “Art. 116, §5º: [...] § 5º As atribuições e poderes, conferidos pela lei aos diretores, não podem ser outorgados a outro órgão, criado pela lei ou pelos estatutos. Nos limites de suas atribuições e poderes, é lícito aos diretores constituir, em nome da sociedade, mandatários ou procuradores, especificados no instrumento os atos e operações que poderão praticar”.

⁴⁷ Nesse sentido, destacam-se os artigos 119 e 120 do DL 2.624/40: “Art. 119. Os diretores não poderão praticar atos de liberalidade à custa da sociedade. Não lhes será, igualmente, lícito hipotecar, empenhar ou alienar bens sociais, sem expressa autorização dos estatutos ou da assembleia geral, salvo se esses atos ou operações constituírem objeto da sociedade. Parágrafo único. É também defeso aos diretores, tomar empréstimos à sociedade, sem prévia autorização da assembleia geral. 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. Parágrafo único. A violação dessa proibição, sujeitará o diretor à responsabilidade civil, pelos prejuízos causados à sociedade e á responsabilidade penal que no caso couber”.

⁴⁸ As abordagens contratualistas e institucionalistas destacam, em síntese, que o interesse que deve ser perseguido pela sociedade, cunhando-o como de interesse social (na primeira abordagem, entende-se que esse interesse se circunscreve ao interesse dos acionistas da companhia; a teoria institucionalista aduz que o interesse da companhia também deveria abarcar outros vetores, como o interesse dos empregados e dos consumidores, por exemplo). Há uma clara correlação entre, de um lado, a abordagem contratualista e a teoria da ficção da empresa; e de outro, a teoria da realidade e a abordagem contratualista (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão., Op. cit., p. 325-328; especificamente na nota de texto 70). Além de abordar o desenvolvimento dessas duas correntes, com o objetivo de perquirir o regime de responsabilidade dos administradores e controladores a partir da função social da empresa, a professora Ana Frazão (2011, p. 128-139) também descreve e desenvolve as alternativas para a implementação prática desse interesse na abordagem institucionalista e para a implementação do interesse social da empresa, que seriam: (i) a abordagem estrutural/organizativa do modelo de cogestão adotado na Alemanha, na década de 50, no qual os trabalhadores também participariam das decisões administrativas; (ii) a abordagem intervencionista, que alargaria as penalidades impostas à companhia e, pessoalmente, aos administradores; e (iii) a alternativa voluntária, a partir da qual se fomentaria que as companhias desenvolvessem responsabilidade social (*business consciente*) com os *stakeholders* internos e externos. Em obra recente, Calixto Salomão aduz que a sociedade cumpriria melhor sua função social a partir da definição de interesse social pela teoria do contrato-organização, que se aproxima de um institucionalismo organizativo. A partir desta concepção, o interesse social não estaria na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes (perspectiva contratualista) ou no interesse específico à autopreservação social (institucionalismo organizativo), mas sim na organização (“coordenação da influência recíproca entre atos”) mais eficiente (eficiência distributiva e não alocativa) na solução dos conflitos entre esses feixes de contratos e relações jurídicas que envolvem a sociedade. Nesse sentido: “O interesse da empresa não pode ser mais identificado, como no contratualismo, ao interesse dos sócios e tampouco, como na fase institucionalista mais extremada, à autopreservação. Deve, isso sim, ser relacionado à criação de uma organização capaz de estruturar da forma mais eficiente – e aqui a eficiência é a distributiva, e não a alocativa – as relações jurídicas que envolvem a sociedade. [...] Visto nessa perspectiva jurídico-econômica, a forma mais correta de sistematizar juridicamente os problemas relativos à definição do interesse social é explicá-los a partir da teoria do contrato organização.” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 63).

relação aos atos regulares de gestão praticados com (i) dolo ou (ii) culpa que causem prejuízos à companhia; e os atos irregulares de gestão que caracterizassem violação ao (iii) estatuto social e (iv) às leis⁴⁹.

Na década de 1980, ainda, em uma progressiva marcha de aceitação do poder econômico⁵⁰, as relações societárias passam a ser disciplinadas pela edição de dois regramentos normativos. O primeiro deles é a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina a criação da Comissão de Valores Mobiliários, com o objetivo de recrudescer a fiscalização do mercado de capitais e a proteção dos investimentos mobiliários. O segundo deles é a conhecida Lei das Sociedades Anônimas (LSA), a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que passa a ser sinteticamente esmiuçada a partir das pretensões desse estudo.

Desde logo, consigna-se que a LSA privilegia os dois sistemas sociais de estruturação da administração das companhias: sistema monista e sistema dualista⁵¹. Impõe a obrigatoriedade da diretoria como órgão de administração (art. 138, LSA), com integrantes eleitos pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, quando existir. Por outro lado, prevê a obrigatoriedade do conselho de administração (art. 138, § 1º, LSA) somente para as companhias abertas, em um típico sistema dualístico; sendo, por conseguinte, um órgão apenas facultativo às sociedades fechadas (sistema monista).

⁴⁹ Nesse sentido, destaca-se o art. 121 do DL 2.627/40, que possui previsão análoga na Lei n. 6.404/1976: “Art. 121. Os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. § 1º Respondem, porém, civilmente, pelos prejuízos que causarem, quando procederem: I, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II, com violação da lei ou dos estatutos”.

⁵⁰ Essa expressão foi cunhada a partir do fenômeno identificado por Calixto Salomão Filho, na obra *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. Na crítica interna do direito comercial, destaco dois capítulos. O primeiro, denominado “o avesso do direito empresarial”, o professor Calixto Salomão identifica a existência de dois direitos (duas possíveis aplicações a um mesmo dispositivo; ou, ainda, uma disposição literal que é afastada para a aplicação de outra que privilegia o hipercontratualismo) e a aplicação contínua de apenas um dele, que “coincidentalmente” privilegiaria as estruturas e os grupos de interesse de maior poder econômico, reforçando, portanto, a histórica concentração econômica (eg. por um lado, há o poder da assembleia-geral no art. 121 da LSA; do outro, há a exigência no art. 116, p. único, da LSA de se exigir que o acionista controlador use seu poder à luz dos interesses dos demais acionista, dos trabalhadores e da comunidade na qual a sociedade esteja inserida; o resultado seria o hipercontratualismo, na jurisprudência e doutrina, de se impor a concepção quase exclusiva do art. 121 da LSA, negando-se a entrar no mérito das decisões assembleares). Essa escolha por um dos direitos estaria correlacionada com essa marca do pragmatismo e da aceitação do poder econômico pelo direito. No segundo capítulo, ainda, ao defender uma análise estruturalista do interesse comercial, diante da insuficiência das teorias clássicas (contratualista e institucionalista; cf. nota de rodapé 48), o professor Calixto Salomão expressamente aduz que a LSA possui caráter fortemente contratualista, que acabou por incentivar a concentração empresarial. (SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123-135; 153-177). **Por coerência com os marcos teóricos adotados, este trabalho defende, numa análise crítica das estruturas do direito comercial, que a regulação (ou não regulação) dos Seguros D&O e do Contrato de Indenidade deva garantir não apenas eficiência empresarial (que será consequência dos riscos que o administrador está disposto a legitimamente assumir nos atos de gestão), mas também se preocupe com a ética de responsabilidade do administrador e com o cumprimento dos deveres fiduciários (*moral hazard*). Entendo que o cumprimento dos deveres fiduciários é o padrão mínimo de ética de responsabilidade esperado de uma companhia.**

⁵¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 17-25

A LSA define o conselho de administração como um órgão de deliberação colegiada, a ser composto por, no mínimo, 3 (três) membros eleitos pela assembleia geral (art. 140, da LSA), tendo as competências privativas estabelecidas no art. 142 da LSA⁵². Do outro lado, na administração e na representação (ou “presentação”) externa da companhia, a LSA prevê que a competência da diretoria será estabelecida no estatuto, podendo os diretores também compor, na proporção máxima de 1/3 (um terço), o conselho de administração⁵³.

Ressalta-se, ainda, que essa dinâmica societária impacta, diretamente, o padrão de governança corporativa da companhia. É nesse sentido, por exemplo, que os regulamentos dos segmentos de listagem dessas sociedades na B3 interferem nesta governança e na responsabilidade societária preventiva⁵⁴. O segmento de listagem do Novo Mercado prevê, por exemplo, (i) a impossibilidade de emissão de ações preferenciais; (ii) a presença de, no mínimo, 2 (dois) membros ou 20% (vinte por cento) dos membros (a depender do que for maior) de conselheiros independentes; (iii) a instalação de áreas de auditoria interna, função de *compliance* e comitê de auditoria; (iv) a manutenção de 25% (vinte e cinco por cento) das ações em circulação (*free float*), ou de 15% (quinze por cento) em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões de reais; (v) a estruturação e a divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria; (vi) a elaboração e a divulgação de políticas de (a) remuneração⁵⁵; de (b) indicação de membros do conselho de

⁵² Diferente dos diretores, que geralmente possuem competências para deliberação individual no estatuto social, o conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada: “O conselho de administração é definido como órgão de deliberação colegiada, o que significa que seus membros devem deliberar em conjunto, não detendo competência individual. As decisões do órgão, manifestações de sua vontade, são tomadas em suas reuniões, mediante votação, se necessário, prevalecendo sempre o princípio majoritário. Ou seja, diversamente do que ocorre com o conselho fiscal, os membros do conselho de administração não têm competência individual, não podem singularmente exercer qualquer atribuição. As decisões tomadas pelo órgão vinculam todos os seus membros, mesmos os ausentes e os dissidentes, os quais poderão lavrar seus votos em separado.” (EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 a 205. vol. 3, 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 24). Em relação às competências do Conselho de Administração, passo a reproduzir o artigo 142, da LSA: “Compete ao conselho de administração: 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 assembléia-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; IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver. [...]”.

⁵³ Art. 143, da LSA: “§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores. § 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.”.

⁵⁴ Cf. nota de rodapé 9.

⁵⁵ Nesse sentido, vale a ressalva de que a divulgação da política de remuneração ou, ainda, da própria remuneração dos administradores sempre encontrou resistência por parte dos administradores das companhias. A adesão voluntária ao segmento de listagem do Novo Mercado, nesse sentido, passa também a ser encarado como uma

administração, seus comitês de assessoramento e da diretoria estatutária; de (c) transação com partes relacionadas; de (d) negociação de valores mobiliários, com um conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração); e, inclusive, de (e) gerenciamento de riscos. Entender essa dinâmica societária, sobretudo no que tange às exigências específicas dos segmentos de listagem (nível 1, nível 2, novo mercado, bovespa mais e bovespa mais nível 2) será essencial para a pretensão de responder ao segundo questionamento proposto (correlação entre os segmentos de listagem e a adoção de Seguros D&O e Contratos de Indenidade)⁵⁶.

Não obstante as diferenças entre conselheiros e diretores, bem como as peculiaridades que os regulamentos do segmento de listagem exigem desses integrantes e da própria dinâmica societária entre estes e os demais *stakeholders* internos e externos, a LSA esclarece que todos eles exercem poderes de administração⁵⁷. O termo “administração”, nesse contexto, carrega conteúdo subjetivo (designa os membros dos órgãos sociais de administração) e objetivo

predisposição da companhia por uma maior simetria e transparência na divulgação de informações e mecanismos de governança corporativa. Cabe ressaltar que a imposição de obrigatoriedade na divulgação da remuneração dos administradores, por exemplo, ilustra essa resistência, uma vez que a exigência instituída na Instrução CVM n. 480 (cf. nota de rodapé 16) de divulgação da remuneração mínima, média e máxima dos administradores de cada órgão social sofreu questionamentos judiciais, por suposta violação à intimidade e à vida privada dos administradores (art. 5º, inc. X, da CF/1988) e por violação aos artigos 152 e 157 da LSA. Destaca-se que, apenas em 2008 (após quase uma década da edição da IN n. 480), a CVM obteve pleito favorável em acórdão do Tribunal Regional Federal da 2ª Região (TRF2), nos autos do 0002888-21.2010.4.02.5101, a partir do qual a autarquia passou novamente a determinar a divulgação dessa informação ao mercado, no Formulário de Referência, conforme Ofício Circular n. 4/2018 da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), da CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0418.pdf>. Acesso em 29 out. 2019.

⁵⁶ O Regulamento de Listagem do Novo Mercado está disponível no seguinte endereço: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/#item-2. Acesso em 20 out. 2019. Segundo Nelson Eizirik, a incorporação de mecanismos de governança corporativa por exigência dos segmentos de listagem seria uma terceira fase na evolução desses órgãos sociais na prática empresarial nacional: “Podemos reconhecer 3 (três) fases na evolução do conselho de administração, em nossa prática empresarial. Num primeiro momento, dada a dificuldade de compreensão de suas reais funções por parte do empresariado, sua composição abrigava predominantemente membros da família do acionista controlador e diretores, justificando as acerbas críticas doutrinárias que existiam no regime legal anterior. Num segundo momento, passou-se a convidar para o conselho também membros externos, ‘independentes, mas não tanto’, usualmente pessoas que já prestavam serviços à companhia, como advogados ou consultores econômicos e financeiros. Atualmente, podemos perceber uma terceira fase, bastante positiva, em que as companhias abertas, seja por imposição do Regulamento de Listagem da BM&FBovespa, seja por seguirem as recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), chamam para integrar seus conselhos profissionais efetivamente independentes, sem qualquer vínculo com os controladores ou com a própria companhia.” (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 23).

⁵⁷ Por isso o presente estudo se vale do “gênero” administradores para analisar a responsabilidade societária de todos aqueles que praticam atos de gestão (aspecto objetivo), especialmente os diretores e conselheiros. Isso será essencial, posteriormente, para se entender o porquê o Seguro D&O e os Contratos de Indenidade podem ser utilizados para a cobertura de outras pessoas inseridas na estrutura organizacional de uma sociedade anônima, desde que estas, objetivamente, realizem atos de gestão (como membros de conselhos fiscais, de comitês internos de auditoria e etc).

(relacionado aos atos que caracterizam a gestão e a administração societária⁵⁸)⁵⁹, concepção essa que será essencial para definir o escopo do alcance (subjetivo e objetivo) dos mecanismos legais (*business judgment rule*) e facultativos (eg., o Seguro D&O e Contratos de Indenidade) destinados a extinguir ou transferir, respectivamente, o risco patrimonial decorrente da administração dessas sociedades.

A LSA impõe, ainda, que a ambos membros (diretores ou administradores) são aplicadas as mesmas disposições relativas à responsabilidade e aos deveres societários (art. 145, da LSA), na seção de maior importância a este estudo e à própria LSA⁶⁰. O fato é que (e esse é o objeto central do presente capítulo) a responsabilidade do administrador de sociedades anônimas detém um regime próprio e diferenciado, que o distingue do regime comum da responsabilidade civil prevista no Código Civil (CC). Isto decorre da própria intenção de completude da LSA concernente aos conflitos e às relações nas companhias abertas⁶¹.

⁵⁸ Parte da doutrina diferencia o termo “atos de gestão” do termo “atos de administração”, sendo estes vinculados estatutariamente (pouca discricionariedade) e aqueles relacionados às decisões empresariais e organizacionais (muita discricionariedade/ampla possibilidade de escolha. (VASCONCELOS, Pedro Pais de. **Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o art. 34 do Código das Sociedades Comerciais.** Direito das Sociedades em Revista, a. 1, v. 2. Coimbra: Almeida, 2009, p. 69). Entendo, no entanto, que essa diferenciação possui pouca importância prática, preferindo-se a divisão entre atos regulares e irregulares de gestão.

⁵⁹ CORDEIRO, António Menezes. **Manual de Direito das Sociedades.** v. 1, 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007, p. 789.

⁶⁰ Art. 145 da LSA: “Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.”. Apesar disso, deve-se ressaltar a cautela com a interpretação desse artigo, conforme ensinamento de Nelson Eizirik: “O preceito deve ser interpretado com extrema cautela, particularmente com relação aos deveres e responsabilidades dos administradores. Em primeiro lugar, trata-se de norma geral; se eventualmente conflitar com os dispositivos que disciplinam a atuação dos diretores e conselheiros, prevalecem os últimos, por serem especiais. Em segundo lugar, sua aplicação mecânica aos administradores, sem levar em conta as suas funções específicas e a forma como atua o órgão de que participam, pode ser fonte de graves equívocos e injustiças. Os deveres e responsabilidades dos administradores não são idênticos, ainda que se orientem por princípios semelhantes.”. (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 76). Em relação à afirmação de que a seção de responsabilidade dos administradores é a de maior importância da LSA, destaco a própria constatação extraída da Exposição de Motivos, no outrora projeto de lei das sociedades anônimas: “Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário.”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: 11 out. 2019>.

⁶¹ Nesse sentido: “Trata-se, portanto, de controvérsia que envolve relações entre sujeitos titulares de direitos e deveres definidos na Lei n. 6.404/1976 e que, por isso, deve ser resolvida com base nos dispositivos nela estabelecidos e princípios a ela aplicáveis. **A Lei das S.A., a exemplo de outros diplomas legais que tratam de matérias específicas, constitui um sistema que almeja completude, isto é, procura disciplinar todas as relações jurídicas dela decorrentes e estabelecer as regras aplicáveis à solução dos conflitos daí surgidos. Deve o intérprete, pois, diante do conflito envolvendo os sujeitos da relação societária, buscar na própria lei os elementos necessários à solução da controvérsia, valendo-se de outros diplomas legais apenas quando formalmente autorizado ou quando impossibilitado de compatibilizar as normas nela previstas.**” (REsp 1214497/RJ, Rel. Ministro João Otávio de Noronha, Rel. p/ Acórdão Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 23/09/2014, DJe 06/11/2014, grifo meu).

Além disso, a doutrina aborda diversas peculiaridades da LSA em relação ao CC para justificar a diferenciação da responsabilidade societária⁶². Entre estas, cita-se, por exemplo, o regime de nulidades do direito societário⁶³ e uma hipótese específica de exclusão de responsabilidade societária (a *business judgment rule*). Ademais, destaco três outras razões que buscam justificar a necessidade de se distinguir a responsabilidade dos administradores, quais sejam: (i) a necessidade de a legislação societária propiciar condições especiais para uma administração eficiente, à luz da realidade econômico-jurídica das sociedades anônimas; (ii) a necessidade de tratamento diferenciado da culpabilidade do administrador, bem como dos parâmetros e do conteúdo dos deveres de lealdade e diligência deste; (iii) e os próprios traços característicos da responsabilidade do administrador, ora com feições contratuais, ora com feições extracontratuais⁶⁴.

Uma vez disposta a especificidade desse regime de responsabilidade, cabe posteriormente aduzirmos brevemente os principais deveres fiduciários dos administradores, cuja observância no processo de tomada de decisão será uma obrigação de resultado. Conforme já ressaltado, a centralização do poder empresarial é acompanhada por um regime de responsabilidade mais severo, o que gera um desafio à CVM, em relação ao Contrato de Indenidade, e à SUSEP, em relação ao Seguro D&O: à luz do interesse dos administradores de legitimamente arrefecer os riscos patrimoniais decorrentes da administração das sociedades anônimas, como impedir que essas garantias os tornem administradores menos diligentes?

1.2. OBRIGAÇÃO DE RESULTADO NO PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO: A NECESSIDADE DE UM TRATAMENTO DIFERENCIADO AOS DEVERES DE DILIGÊNCIA E DE LEALDADE

Antes de apresentar os principais aspectos dos deveres fiduciários dos administradores, que na LSA estão inseridos nos artigos 153 ao 158, faz-se mister desmitificar que as obrigações dos administradores seriam exclusivamente de meio⁶⁵. Isso não significa dizer, no entanto, que

⁶² GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 164-177; OLIVEIRA, Rodrigo Candido de.; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. O regime diferenciado de responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas. **Revista dos Tribunais**, vol. 976, 2017, p. 193-219, 2017.

⁶³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidade das deliberações de assembleia das S/A**. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2017, p. 76-155.

⁶⁴ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 164-177.

⁶⁵ Esse trabalho adota uma concepção flexível e dinâmica de obrigações de meios e fins, entendendo, ainda, que essa dicotomia (obrigação de meios e fins) não pode ser vista sob uma pesquisa estanque/em abstrato. Nesse sentido: “A doutrina brasileira apressa-se em classificar em abstrato e de modo absoluto as obrigações, separando-as entre as de meio e as de resultado. [...] O equívoco desta classificação *in abstracto* é evidente. Se, por exemplo, se atribui à obrigação do médico o caráter de obrigação de meio em plano teórico, beneficia-se, com isto, o charlatão, que embora prometa em concreto o resultado que não obtém, tem seu vínculo com o paciente

se defenda a responsabilidade dos administradores, ao fim e ao cabo, pelos resultados financeiros e operacionais da companhia.

A doutrina, arrisco afirmar, é uníssona em classificar que as obrigações dos administradores com os resultados (prejuízo ou lucro) da companhia são obrigações de meio (*best effort*)⁶⁶, isto é, os administradores não são responsáveis por resultados e por lucros

considerado limitado aos seus melhores esforços, contrariamente ao que restou pactuado no caso concreto. Da mesma forma, se a obrigação do cirurgião plástico vem tida como de resultado, em abstrato, desestimula-se a conduta do bom profissional que informa o paciente dos riscos e da imprevisibilidade do procedimento, mas acaba, nada obstante, respondendo pela não-obtenção de um resultado que nunca prometeu.” (SCHREIBER, Anderson. **A tríplex transformação do adimplemento. Adimplemento substancial, inadimplemento e outras figuras.** Disponível em: http://www.andersonschreiber.com.br/downloads/A_Triplice_Transformacao_do_Adimplemento.pdf>. Acesso em 10 jun. 2019). Destaco, ainda, que essa rigidez quanto à análise das obrigações de meios e de resultado foi referida, primeiramente, na doutrina brasileira na obra de Fábio Konder Comparato (COMPARATO, Fábio Konder. *Obrigações de meios, de resultado e de garantia.* In: **Ensaio e pareceres de direito empresarial.** Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 537). Além de ser teoricamente questionável, na prática, essa classificação cai por terra. A partir do momento em que determinado administrador é convidado a compor os quadros de administração da empresa, o mercado legitimamente espera, no mínimo, o cumprimento dos deveres fiduciários (obrigação de resultado). Os investidores, também, avaliam os fundamentos projetando resultados à luz da figura pessoal dos administradores. Um exemplo claro e recente é a Magazine Luiza (MGLU3), que valorizou mais de 1000% (um mil por cento) desde seu IPO, em 2011, tornando-se, inclusive, um *case* da *Harvard Business School*. Em recente matéria, por exemplo, na qual se analisava a venda da participação do Grupo Pão de Açúcar (GPA) na Via Varejo, um potencial interessado expressamente afirmou: ‘A Via Varejo poderia ser uma Magazine Luiza, mas eles não têm um Fred. O que falta é gestão’, em referência ao CEO da Magazine Luiza, Frederico Trajano (ADACHI, Vanessa. Grupo espera propostas por Via Varejo em Junho. **Jornal Valor Econômico**, 10 maio 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/05/10/grupo-espera-propostas-por-via-varejo-em-junho.ghtml>. Acesso em: 10 maio 2019).

⁶⁶ Nesse sentido, ressalta-se, por exemplo: “O administrador diligente é aquele que emprega na condução dos negócios sociais as cautelas, métodos, recomendações, postulados e diretivas da ‘ciência’ da administração de empresas. **O dever de diligência, portanto, corresponde a obrigações de meio e não de resultado (cf. Galgano, 1988:294; Franzoni, 1994:11). O administrador, em outros termos, tem o dever de empregar certas técnicas – aceitas como adequadas pela ‘ciência’ da administração – na condução dos negócios sociais, tendo em vista a realização dos fins da empresa. Mas ele não responde pela efetiva realização dos fins sociais, sujeitos também à implementação de várias outras condições não inteiramente controláveis pela administração societária.** A pesquisa jurídica sobre a incidência da norma do art. 153 da LSA, em determinado caso, não precisa e não deve ultrapassar os limites da apreciação técnica pertinente ao cumprimento da obrigação de meio.” (COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., RB-9.4, grifo meu). Valho-me, no entanto, também das considerações de Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven. Isto porque os autores destacam que, mesmo sendo considerada uma obrigação de meio em relação aos resultados sociais, o processo de tomada de decisão dos administradores deveria se circunscrever dentro determinados padrões de diligência (introduzindo, a partir de então, que essa diligência, assim como defendido nessa pesquisa, seria consubstanciada na *business judgment rule*): “As obrigações dos administradores têm por conteúdo uma atividade ou uma conduta inserida dentro dos limites razoáveis de padrões de diligência. Tal conduta, no entanto, não cria para o administrador qualquer vínculo obrigacional. **Suas obrigações enquanto gestor representante da companhia são de meio, não estando vinculado a um resultado certo e determinado. A obrigação de meio é representada por conduta mantida dentro dos padrões razoáveis de diligência, independentemente dos resultados que possam vir a alcançar em suas atividades como gestor da companhia e também como *policy maker* nas com capital disperso. Do reconhecimento do princípio da obrigação de meio e não de resultado decorre a aplicação da regra fundamental de liberdade de decisão negocial.** A matéria é amplamente estudada no Direito norte-americano, do que decorre não poder nem o acionista nem os tribunais responsabilizarem ou reverem, respectivamente, as opções adotadas pelos administradores na gestão e na condução (companhias com capital disperso) dos negócios sociais, desde que sejam tomadas dentro das regras de diligência e de lealdade. Sendo assim, os administradores não podem ser responsabilizados pelos insucessos da companhia, desde que tenham agido em conformidade com a conduta esperada de outros gestores que se dedicam ao mesmo setor de atividade profissional, em circunstâncias similares. Como se sabe, a inexecução de obrigações de meio caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou pela omissão do exercício de atividades que

positivos. Não obstante, isso não significa afirmar que não há resquícios de resultados/fins esperados nas obrigações dos administradores.

No procedimento de tomada de decisão, as exigências de resultados esperados do administrador circunscrevem-se ao próprio procedimento. A “responsabilidade procedimental”⁶⁷ do administrador compõe-se de obrigações de resultado e exige, por conseguinte, (i) qualificação prévia, (ii) informação necessária e compatível com a magnitude da decisão tomada, (iii) vigilância, (iv) publicidade (*duty to disclosure*) e (v) lealdade quanto ao interesse da companhia⁶⁸. Trata-se, em síntese, da regra da decisão negocial (*business judgment rule*) que, em uma face da moeda, atrai a responsabilidade de resultado do administrador quanto à higidez do processo de decisão e, na outra face, afasta a própria responsabilidade pessoal do administrador quanto ao ato de gestão (decisão empresarial) realizado⁶⁹.

Abordar a “responsabilidade procedimental” do administrador como uma obrigação de resultado⁷⁰ não é um despropósito. Além de ser uma excelente introdução à abordagem do

o agente se comprometeu a realizar. Se esse, no entanto, conduzir-se de modo leal e diligente, sem desvio ou abuso de poder, cumprindo estritamente suas obrigações legais e estatutárias, não lhe é imputável responsabilidade pelo fato de suas decisões terem, porventura, causado prejuízos ao patrimônio social. Trata-se, na hipótese, de aplicação da ‘regra da decisão empresarial’ consagrada no direito norte-americano como ‘*business judgment rule*’. O cumprimento da obrigação funcional está, portanto, na regular conduta do administrador, ao decidir de modo informado, refletido e desinteressado. Ao proceder dessa maneira e com essas cautelas o gestor se libera de responsabilidade, independentemente do resultado econômico-financeiro de suas decisões frente ao patrimônio da companhia. A propósito, cabe analisar, para o efeito de responsabilização judicial e administrativa, o processo de tomada de decisão, e não a decisão efetivamente tomada pelo administrador.” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando Kuyven. **Sociedades Anônimas** [livro eletrônico]. Coleção Tratado de Direito Empresarial, v. 3. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, grifo meu).

⁶⁷ Cunho essa expressão em analogia à concepção de democracia procedimental. Isto porque, em semelhança à responsabilidade do administrador com o processo de tomada de decisão, na democracia procedimental, não há qualquer vinculação desta com o resultado ou os valores de arranjos institucionais criados (*eg.*, as eleições), isto é, a democracia, nessa concepção, circunscreve-se a estabelecer arranjos que regulam a disputa entre grupos políticos. Nesse sentido, destaca-se, por exemplo, a concepção de Shumpeter, para o qual a democracia seria um arranjo político para se alcançar decisões políticas, em uma luta para se alcançar os votos da população. (SCHUMPETER, Joseph. **Capitalismo, socialismo e democracia**. Rio de Janeiro: Zahar, 2014). Há uma crença de que, respeitada a higidez do procedimento (o respeito aos deveres fiduciários na tomada de decisão do administrador) e com bons gestores, os resultados alcançados serão, na maioria das vezes, positivos.

⁶⁸ GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 194-202

⁶⁹ No mesmo sentido defendido, destaca-se novamente a recente obra de Ilan Goldberg: “A ‘porção’ de obrigação de resultado que se observa nos meios empreendidos pelo administrador circunscreve-se ao processo de tomada de decisão, e não ao resultado da decisão em si. A tomada de decisão, entendendo-a como um processo, deve ser precedida de qualificação, de obtenção de informações, de reflexão, de vigilância e de um agir no interesse da sociedade. A obrigação de resultado exigível do administrador, portanto, não diz respeito ao resultado em si (lucro ou prejuízo, mas ao processo de tomada de decisão.” (GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 200).

⁷⁰ Marcelo Adamek, possivelmente, partindo da criticada concepção estanque de divisão de obrigações entre meios e fins, prevê uma série de obrigações que seriam de resultados: “Afora os deveres gerais e as proibições inscritas na Seção IV do Capítulo XII, a Lei das S/A contempla deveres específicos esparsos, muitos dos quais envolvendo obrigações de resultado, diante das quais não é suficiente a mera atuação diligente do administrador. À guisa de meros exemplos, poder-se-iam citar: (i) o dever dos primeiros administradores de prontamente cumprirem as formalidades complementares à constituição da companhia (LSA, art. 99)231; (ii) o dever de manter a escrituração dos livros sociais e tempestivamente registrar os atos de emissão e substituição de certificados, e de transferências

conteúdo dos deveres fiduciários dos administradores (e, com isso, uma colaboração com este autor na coesão do texto deste estudo), esse aspecto reforça a importância dos deveres de diligência e de lealdade do administrador, algo que deve ser perseguido/exigido por todas as partes que integram o Seguro D&O (os demais administradores, a companhia e a própria seguradora) e o Contrato de Indenidade (os demais administradores e a companhia).

Como se abordará detidamente no capítulo 3, as coberturas das garantias patrimoniais analisadas no presente estudo não se restringem apenas à responsabilidade societária (cf. nota de rodapé 5). Não obstante, à luz das pretensões do presente trabalho (analisar o risco moral societário; ou seja, risco moral na gestão empresarial da companhia), entende-se que é suficiente analisar os deveres fiduciários exigidos pela LSA. Ademais, diante das naturais restrições de um trabalho de conclusão de curso, entende-se desnecessário examinar as minúcias de todas as responsabilidades as quais os administradores estão sujeitos (cf. nota de rodapé 8), mormente porque uma gestão negligente (sem o padrão de diligência esperado de um administrador) e/ou desleal recrudesce a possibilidade de atos ilícitos tributários, concorrenciais, administrativos, penais, societários, falimentares e ambientais. O dever de lealdade e, especialmente, o dever de diligência são exigências à administração, cuja violação possivelmente é identificada, em algum grau, em todos os ilícitos cometidos por administradores.

E desde logo se faz necessário, até para fins de discussões posteriores sobre o alcance da cobertura securitária e dos contratos de indenidade, definir o conteúdo do dever de diligência e de lealdade, bem como defender as razões pelas quais cada um desses deveres ensejam um tratamento diferenciado. Primeiro se aborda o dever que é o pressuposto básico de qualquer administração societária, o dever de lealdade aos interesses sociais, destacando-se as novas exigências decorrentes desse pressuposto fiduciário que desafiam os gestores na administração de sociedades anônimas.

1.2.1. CONTEÚDO E AMPLIAÇÃO DOS DESTINATÁRIOS DO DEVER DA LEALDADE: UM REGIME DE RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA MAIS RÍGIDO AO ADMINISTRADOR

e averbações (LSA, art. 104, caput e par. ún.); (iii) o dever de elaborar e apresentar o relatório e as demonstrações financeiras, e de publicá-los e colocá-los à disposição dos acionistas (LSA, arts. 133 e 176)²³²; (iv) o dever de convocar a assembléia geral, nos casos e na forma previstos em lei (LSA, arts. 123 e 132)²³³; (v) o dever de participar da assembléia geral (LSA, art. 134, § 1o); e assim por diante.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 183, 184). Estas, no entanto, não seriam o foco do presente trabalho, que se volta à responsabilidade do processo de tomada de decisão (procedimento, e não o mérito da própria decisão).

Ser leal deveria não exigir maiores discussões: trata-se do dever fiduciário mais importante⁷¹ e uma decorrência lógica da própria teoria organicista (cf. nota de rodapé 42). Dessa maneira, por apenas “presentar” a vontade da sociedade, o dever de lealdade veda que, em detrimento do interesse social, o administrador pratique atos à luz de interesses próprios ou de terceiros⁷².

Didaticamente, sob os ditames normativos, o dever de lealdade pode ser desenvolvido a partir dos desdobramentos regulatórios e estruturais⁷³. Em relação às decorrências estruturais — que se relacionam às exigências impostas à composição dos órgãos societários das empresas —, destacam-se, por exemplo, a proibição de eleição de conselheiros que possuam interesse conflitante com o da companhia ou que ocupem cargos em empresas consideradas concorrentes⁷⁴; ou, também, a exigência do Regulamento do Novo Mercado acima ressaltada, que exige a presença de, no mínimo, dois ou vinte por cento dos membros, a depender do que for maior, de conselheiros independentes.

⁷¹ O professor Ilan Goldberg entende que a lealdade seria o dever fiduciário mais importante (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 232). Do outro lado, o professor Nelson Eizirik entende que seria o dever de diligência (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 115).

⁷² O dever de lealdade está inscrito no art. 155 da LSA. Devido à importância desse dever, em específico, o artigo em questão merece ser transcrito integralmente: “Art. 155. **O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.** § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. § 4º **É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.**” (grifo meu). A doutrina costuma definir e apresentar o dever de lealdade a partir de uma dupla dimensão (ativa e passiva): “O dever de lealdade pode ser concretizado como um dever positivo ou como um dever negativo. Como dever positivo, o dever de lealdade traduz-se na obrigação de cooperar na prossecução do escopo da sociedade através da adoção de comportamentos activos; como dever negativo, o dever de lealdade concretiza-se na abstenção de comportamentos contrários ou nocivos à realização do fim social.” (VASCONCELOS, Pedro Pais de. **A participação social nas sociedades comerciais.** Coimbra: Almedina, 2006, p. 256). Cf. ainda a nota de rodapé 75.

⁷³ Essa divisão é suscitada na doutrina pela professora Ana Frazão: FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 334-343.

⁷⁴ Art. 147, § 3º, da LSA: “§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembleia-geral, aquele que: I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e II - tiver interesse conflitante com a sociedade.”.

Por outro lado, sob os ditames regulatórios, o dever de lealdade se apresenta na LSA ora sob uma cláusula geral ora sob regras desta derivada⁷⁵. Enquanto cláusula, o dever de lealdade encontra correspondência ao interesse social da companhia (art. 154 da LSA); enquanto regras que tipificam e vedam condutas dos administradores, o dever de lealdade se manifesta, por exemplo: na vedação ao uso pessoal e indevido de oportunidades apresentadas à companhia ou, ainda, na omissão de aproveitar interesses em favor da companhia (art. 155 da LSA⁷⁶); nas hipóteses de conflito de interesse (art. 156 da LSA⁷⁷), no *insider trading* (art. 155, § 4º, da LSA⁷⁸); e, ainda, no abuso do poder de administração (art. 154 da LSA⁷⁹).

Em todas as expressões do dever de lealdade, o que se verifica é a exigência legal de um pressuposto rígido, o alicerce sem o qual é inimaginável a viabilidade jurídica ou econômica da gestão empresarial de sociedades anônimas abertas. Na esfera administrativa, por exemplo, a simples deslealdade da conduta do administrador configura um ilícito indenizável, não se exigindo sequer a presença de eventual dano social⁸⁰.

⁷⁵ Segundo a professora Ana Frazão: “[...] o dever de lealdade desdobra-se em duas frentes: (i) como cláusula geral que permite a constante evolução do direito societário e a sua adaptação a fatos novos e (ii) como fonte de uma série de condutas vedadas, que correspondem a conversão do princípio em regras de comportamento, a partir da experiência acumulada ao longo dos dois últimos séculos.” FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 334-335.

⁷⁶ EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 133-148.

⁷⁷ Art. 156, da LSA: “É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 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. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.”

⁷⁸ Cf. nota de rodapé 72. A doutrina ainda realiza uma divisão entre a prática do *insider* primário e *insider* secundário, com relação aos agentes que recebem a informação. A lei societária veda e pune a prática de ambos (seja daquele que detém a informação privilegiada pela posição funcional na companhia; seja daquele que recebe a informação do *insider* primário e se vale disso para obter vantagens no mercado de capitais). Cf. EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 146-148.

⁷⁹ Art. 154, p. único: “O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. § 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. § 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.”

⁸⁰ Nesse sentido: “O que caracteriza o dever de lealdade – sempre no âmbito do dever fiduciário – é que a configuração do dano à companhia não é um requisito essencial para a responsabilização do administrador que falta à observância desse princípio. A simples conduta desleal, em si, basta para a configuração da responsabilidade administrativa sancionável (CVM). Isto porque a inobservância do dever de lealdade não pode ser reparada com a mera compensação de eventuais danos daí decorrentes, na medida em que constitui quebra de confiança, que não

Essas condutas (omissivas ou comissivas⁸¹), previstas na LSA, são meramente exemplificativas, sobretudo diante da hipercomplexidade societária que diariamente revela novos fatos jurídicos capazes de se subsumir em uma possível violação ao princípio geral do dever de lealdade (cf. nota de rodapé 75). A título exemplificativo, o recente recrudescimento na adoção de Contratos de Indenidade despertou atenção da CVM quanto às novas possibilidades de conflitos de interesse formal e substancial⁸² na operacionalização desse contrato — desde a adesão até a análise da concessão dos benefícios previstos aos administradores — nas estruturas organizacionais da sociedade anônima⁸³.

Além disso, na densificação da conduta relacionada à possibilidade de o administrador se utilizar pessoalmente de oportunidades de negócio (*corporate opportunity doctrine*) durante a administração da companhia, a doutrina brasileira geralmente se vale de um teste para verificar se determinado fato jurídico (oportunidade de negócio) se subsume à vedação constante no dever de lealdade (cf. nota de rodapé 77). Valendo-se, sobretudo, do célebre caso *Guth v. Loft*⁸⁴, a ilicitude da conduta do administrador é dirimida a partir de três conjuntos de perguntas⁸⁵: (i) há a possibilidade de essa oportunidade ser utilizada pela companhia? (teste do interesse ou expectativa); (ii) essa oportunidade se insere na linha de negócios da empresa, faz

convalesce ou se substitui materialmente.” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando Kuyven., Op. cit., Capítulo XV – Administração).

⁸¹ Nesse sentido: “A quebra do dever de lealdade verifica-se comissiva ou omissivamente. Assim, o inc. II do art. 155 da Lei Societária refere-se à omissão, diferentemente do previsto nos incs. I e III da mesma norma que pressupõem a ação do administrador.” (CARVALHOSA, Modesto e KUYVEN, Luiz F. Martins. *Sociedades Anônimas.*, Op. cit., Capítulo XV – Administração).

⁸² Valho-me dos ensinamentos de Nelson Eizirik na clássica definição entre conflito de interesse substancial e formal: “O conflito formal, ou *lato sensu*, existe em todo negócio jurídico em que o administrador e a companhia são partes contratantes. Assim, sempre que o administrador ou o acionista contrata com a companhia há conflito formal, que advém da própria natureza do negócio jurídico bilateral, em que as partes têm interesses diversos, ainda que o negócio acarrete benefícios equitativos para as 2 (das) partes. Ocorre o conflito de interesse substancial, ou *stricto sensu*, quando o voto ou a prática de determinado ato de gestão orientar-se no sentido da satisfação do interesse individual, não no interesse da companhia. Há, no caso, efetiva ação orientada para a satisfação de interesse próprio do acionista ou do administrador, em prejuízo do interesse social.” (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 150).

⁸³ Cf. Parecer de Orientação n. 38 da CVM.

⁸⁴ GUTH et al. v. LOFT, Inc. Supreme Court of Delaware. April 11, 1939. Disponível em: <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4308>>. Acesso em 10 jun. 2019. Neste caso a Corte de Delaware consignou em síntese que: “Corporate 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, preemptorily 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 selfinterest.”.

⁸⁵ PARENE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedade anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 174; EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 136 137; e BARRETO, Júlio. **O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 143.

parte do objeto social ou, pelo menos, circunscreve-se à utilidade para o desenvolvimento das atividades empresariais da companhia? (teste da linha de negócios); e (iii) o administrador agiu diligentemente e observou todos os esforços possíveis para que a sociedade se valesse da oportunidade? (teste da justiça, honestidade ou imparcialidade) ⁸⁶.

No atual estágio do direito comercial, não obstante, o estudo e as exigências legais não se restringem apenas ao exame estático da empresa, centrado outrora apenas na figura do empresário; o direito comercial evoluiu e passa a se voltar ao mercado, visto como um fenômeno poliédrico⁸⁷. Dessa maneira, sobretudo diante da construção de uma ética empresarial de responsabilidade social (cf. nota de rodapé 4), o que se verifica é uma ampliação dos destinatários da lealdade do administrador das sociedades anônimas⁸⁸.

⁸⁶ O professor GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 235-239, ao analisar *Guth v. Loft* e, sobretudo, o caso *Irving Trust Co. v. Deutsch*, na densificação da possibilidade de o administrador se utilizar pessoalmente das oportunidades de negócios que se apresentam à sociedade, dispõe da conclusão deste último caso para defender que as condições financeiras das sociedades não autorizam que os administradores se aproveitem de eventual oportunidade negocial. Embora o professor Nelson Eizirik, por exemplo, valha-se também do caso *Guth v. Loft* para analisar a utilização pessoal de oportunidades comerciais postas inicialmente à sociedade, ele possui uma visão bem mais branda quanto a estas oportunidades: “Em algumas situações, a utilização da oportunidade comercial é lícita, como, por exemplo: (i) se a companhia não tiver recursos financeiros para aproveitá-la; (ii) se estiver proibida de realizar negócios da espécie; ou (iii) se o estatuto não permitir que a companhia realize tais negócios. Em qualquer de tais hipóteses, a oportunidade deixa de ser da companhia, tornando—se pessoal, do administrador, a quem cabe o ônus de provar tais fatos.” (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 137). Não obstante, sobretudo à luz da rigidez que se defende quanto à responsabilização por violação aos deveres de lealdade, entendemos que os critérios elaborados pelo professor Ilan Goldberg sejam mais prudentes no que tange à necessidade de se verificar se essas oportunidades negociais, quando aproveitadas pessoalmente pelo administrador, violam a cláusula geral do interesse social da companhia. O professor, ainda, valendo-se da obra de Pedro Portellano Diez, analisa as principais situações que desafiam a lealdade do administrador em oportunidade e atividades negociais, buscando definir um critério capaz de separar as oportunidades que legitimamente poderiam ser aproveitadas: o administrador não poderia aproveitar-se de oportunidades que gerassem algum tipo de competição com as atividades da companhia; ele também não poderia valer-se de atividades convenientes para a consecução dos fins sociais e, ainda, deveria ter cautela quanto às atividades nas quais a sociedade tenha eventualmente manifestado interesse (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 239-242). Trata-se de uma análise bastante rígida e minuciosa quando comparadas às hipóteses apresentadas em abstrato por Nelson Eizirik para defender a licitude de o administrador aproveitar-se dessas oportunidades.

⁸⁷ Nesse sentido, destacam-se as considerações da professora Paula Forgioni sobre a atual fase na evolução do direito comercial: “Temos um novo período de evolução do direito comercial, em que se supera a visão estática de empresa para encará-la, também, em sua dinâmica. De um direito medieval de classe, ligado à pessoa do mercador, passamos ao critério objetivo e liberal dos atos de comércio e, finalmente, à atividade da empresa. Urge estudá-la a partir do pressuposto de que sua atividade somente encontra função econômica, razão de ser, no mercado. Fomos ‘do ato à atividade’. Afora, passamos ao reconhecimento de que a atividade das empresas conforma e é conformada pelo mercado, Enfim: ‘ato, atividade, mercado’. Eis a linha de evolução do direito comercial.” (FORGIONI, Paula. **A Evolução do Direito Brasileiro**: Da mercancia ao mercado. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 3. ed. revista, atualizada e ampliada, 2016, p. 73). A autora, ainda, na mesma obra, descreve o mercado como fenômeno poliédrico, em inspiração e referência à obra do italiano Alberto Asquini: “Recorrendo novamente a Asquini, e valendo-nos de uma figura de linguagem, podemos encarar o mercado como um ‘fenômeno poliédrico’. Uno em sua existência, não pode ser compreendido senão quando encarado por uma de suas faces, todas interdependentes entre si; é impossível que uma delas falte ao mercado, tal como não é possível que um cubo tenha, apenas, cinco faces. Seguindo sempre nessa figura, podemos explicar o mercado a partir de seus perfis e ou dimensões, quais sejam: [i] econômico; [ii] político; [iii] social e [iv] jurídico.” (FORGIONI, Paula., Op. cit., p. 343, 345).

⁸⁸ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 343, 345.

Isto porque o direito de lealdade passou a tutelar outros tipos de destinatários, como, *eg.*, os investidores acionistas, o mercado de capitais, os empregados, os credores, os consumidores e o meio ambiente. Dessa maneira, embora os *stakeholders* internos continuem sendo os principais destinatários da lealdade empresarial, verificam-se rígidas exigências do dever de lealdade para consecução das finalidades constitucionais da atividade empresarial⁸⁹.

Desse modo, à luz desses novos destinatários do dever de lealdade e da própria ética empresarial de responsabilidade, o que se verifica é o recrudescimento de novos parâmetros para o dever de lealdade, com destaque ao crescimento do número de hipóteses relativas ao dever de informação e de transparência (*disclosure*)⁹⁰. Dessa maneira, disciplinando o art. 157 da LSA, a própria CVM disciplinou a Instrução Normativa CVM n. 358/2002 (IN 358), aplicável às sociedades anônimas abertas, que tutela a higidez do mercado de capitais e a proteção aos diferentes tipos de investidores.

O dever de *disclosure* é tido como o instrumento mais eficiente e, concomitantemente, o menos intervencionista na regulação do mercado de capitais⁹¹. É um instrumento necessário, sobretudo, para conferir segurança aos investidores, reduzindo a assimetria informacional entre os *insiders* (controladores, administradores da companhia) e os *outsiders* (acionistas investidores e potenciais investidores)⁹² na avaliação destes em relação às suas posições mobiliárias. Entre os exemplos de atos e fatos relevantes que devem ser expostos pela companhia, destacam-se eventos de ordem societária, econômico-financeira e estratégico-negocial (art. 2º da IN 358⁹³). Existem, não obstante, atos e fatos relevantes que podem não ser

⁸⁹ Art. 170 da Constituição Federal: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; [...]”.

⁹⁰ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 345.

⁹¹ EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 158.

⁹² Nesse sentido, destaca-se: “O dever de informar atos e fatos relevantes é uma das pedras angulares do Direito do Mercado de Capitais, assumindo uma tríplice e importante função de garantia: (i) da eficiência na precificação dos títulos e valores mobiliários; (ii) da redução da assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*; e (iii) de evitar o *insider trading*.” (DOURADO, Maurício Custódio. Questões estratégias das companhias e o dever de divulgação de fato relevante. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 78, 2017, p. 7). Nesse mesmo sentido: ROVAI, Armando Luiz. Responsabilização de diretores na administração de sociedade anônima. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol 72, 2016, p. 10.

⁹³ Art. 2º da IN 358: “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.” A IN 358, posteriormente, ainda dispõe exemplificadamente de atos potencialmente relevantes.

divulgados, desde que os administradores entendam que estes possam colocar em risco os interesses legítimos da companhia (art. 6º, da IN 358).

Há, por conseguinte, três questões que se colocam aos administradores⁹⁴ em relação à divulgação desses atos e fatos relevantes: (i) como definir uma informação relevante?; (ii) em qual momento divulgar essa informação relevante; e, ainda, (iii) quando uma informação relevante pode, legitimamente, não ser divulgada imediatamente?. As respostas a estas questões, por exemplo, podem estar diretamente associadas ao apetite de risco que os administradores estão dispostos a suportar. É nesta penumbra que os administradores, pessoalmente, podem se colocar em maior ou em menor vulnerabilidade, a depender, sobretudo, das garantias (financeiras) que as companhias o concedem para tomadas de decisões eminentemente estratégicas.

O dever de informação e transparência se tornou contemporaneamente um dos principais instrumento integrantes da governança corporativa de uma sociedade anônima⁹⁵, porquanto proporciona a diminuição dos custos de transação na fiscalização da gestão dos administradores, seja por parte dos diversos acionistas da companhia (cf. nota de rodapé 34) seja pela própria CVM. Dessa forma, diante dos reiterados escândalos de corrupção, verifica-se que é uma tendência mundial os incentivos ao cumprimento com o dever de informação e transparência⁹⁶.

Essa ampliação dos deveres de lealdade acaba, ao fim e ao cabo, aproximando estes aos deveres de diligência⁹⁷. A violação ao dever de informação, dessa forma, acaba por, invariavelmente, violar não somente as exigências que a LSA impõe a um administrador leal, mas também por violar os parâmetros exigidos a um administrador diligente, como na conduta de *insider trading* (primário), na qual o administrador se vale de informação privilegiada, e ainda não divulgada ao mercado, para transacionar e auferir vantagens no mercado de capitais: substitui a falta de diligência pela deslealdade⁹⁸, ferindo a higidez do mercado de capitais e o próprio interesse social da companhia.

⁹⁴ O art. 5º da Instrução Normativa 202/1993, da CVM, condiciona o registro de uma companhia aberta à exigência de se atribuir a um Diretor a função de relacionamento com investidores, que será o responsável direto por divulgar essas informações relevantes ao mercado.

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 158; DOURADO, Maurício Custódio. **Questões estratégicas das companhias e o dever de divulgação de fato relevante**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 78/2017, p. 16, 21.

⁹⁶ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 346.

⁹⁷ FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 352, 353.

⁹⁸ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 244.

Não obstante a inter-relação entre esses deveres, a importância dessa diferenciação não está circunscrita apenas ao debate doutrinário. Há duas razões pragmáticas para se insistir nessa divisão: a primeira por razões ontológicas, em relação a ambos tipos de violações fiduciárias, que podem ser descritas, inclusive, por conceitos da análise econômica do direito (AED); a segunda pela importância de se analisar o dolo próprio da responsabilidade societária (atos desleais)⁹⁹, que, como será suscitado no capítulo subsequente, afastará tanto a cobertura dos Seguros D&O quanto dos Contratos de Indenidade.

No que tange ao primeiro aspecto, o que se percebe é que o potencial de violação aos deveres de lealdade empresarial é, sobremaneira, maior que a violação aos deveres de diligência¹⁰⁰. Percebe-se que, por razões ontológicas, há uma assimetria na rede de incentivos que conduzem os administradores no (des)cumprimento desses deveres: por um lado, o administrador negligente não auferirá qualquer vantagem nessa conduta (só há prejuízos no potencial descumprimento do dever de diligência); do outro, o administrador desleal, ao se valer de um interesse próprio ou de terceiros em detrimento do interesse social, obtém um proveito econômico particular¹⁰¹. Além dessa assimetria na rede de incentivos ao (des)cumprimento dos deveres de lealdade e diligência (risco moral subjetivo do administrador), a doutrina¹⁰² ainda

⁹⁹ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 453.

¹⁰⁰ POSNER, Richard A. **Economic Analysis of Law**. Wolters Kluwer Law & Business, 3. ed., 1986, p. 383: “The danger of mismanagement (negligence) is less serious than the danger that the managers will not deal fairly with the shareholders (disloyalty). Mismanagement is not in the managers’ self-interest; it is in fact very much contrary to their self-interest, as it will lead eventually to the bankruptcy of the firm (and of the managers’ future employment prospects), as a result of the competition of better managed rivals. Although managers thus have a strong incentive to manage the firm well or, if they are unable to manage it well themselves, to sell their offices to those who can, their incentive to deal fairly with shareholders (meaning, maximizing the per-share value of the corporation’s stock) is weaker.”

¹⁰¹ PAZ-ARES, Cándido. La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. **Ius et veritas**, vol. 13, 2003, p. 202-246. Disponível em: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16269/16685>. Acesso em: 10 nov. 2019.. O autor propõe modificações no regime de responsabilidade dos administradores.

¹⁰² PAZ-ARES, Cándido., Op. cit., p. 204, 205. Nesse sentido, o autor justifica essa distinção no tratamento do regime de responsabilidade a partir de três planos, em alguma medida adotado na fundamentação do presente estudo: “Las razones que avalan o dan soporte a la estrategia de severidad/indulgencia propuesta se fundan en una evaluación comparativa de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad y de la responsabilidad por infracción de los deberes de diligencia en tres planos: (i) en el plano de los incentivos para el incumplimiento; (ii) en el plano de la sustituibilidad de los mecanismos de gobierno; y, (iii) en el plano de la incertidumbre sobre la valoración jurídica de la conducta de los administradores. [...] a) **El primer factor a considerar viene dado por el grado de alineamiento natural de los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas.** [...] El deber de lealtad obliga al administrador a no desviar valor de la esfera social a la esfera personal y, por tanto, excluye por definición la posibilidad de cualquier forma de alineamiento natural de intereses. El incumplimiento sólo depara al administrador beneficio (a mayor incumplimiento, mayor beneficio); no le impone ningún coste, pues es un juego meramente redistributivo (lo que se lleva una parte lo pierde la otra); en definitiva, un juego de suma cero. Las cosas se presentan de manera muy distinta en el terreno de la negligencia, y no tanto - o no sólo porque normalmente procura un beneficio menor (la omisión de la diligencia debida se traduce en un ahorro de atención y esfuerzo, no en la obtención de un rendimiento patrimonial directo), cuanto porque el propio administrador ha de pechar con una parte de sus costes (si la empresa va mal, acabará perdiendo su fuente de ingresos; si no gestiona, pierde la oportunidad de mandar, etcétera). El juego es ahora de suma positiva y, en esa

suscita dois aspectos que concorrem à defesa de um regime societário mais ou menos rigoroso quanto às violações desleais e negligentes, respectivamente.

Nesse sentido se reconhece, ainda, que há uma assimetria em relação aos esforços para a supervisão e eventual persecução de condutas negligentes e desleais dos administradores¹⁰³. As condutas negligentes se revelam e são questionadas publicamente, sobretudo diante do escrutínio do próprio mercado (que derruba o preço das ações; que acompanha os fatos

medida, ambas partes pueden sacar provecho de la cooperación. Una y otra tienen, en definitiva, un interés común en ver prosperar los negocios.”. Dessa maneira, posteriormente, o autor resume as considerações sobre a defesa de uma política de severidade às infrações com o dever de lealdade à luz desses três planos: “En el apartado anterior hemos resumido las razones que avalan esta política de rigor o severidad en el campo de la lealtad, que se cifran básicamente en estas tres circunstancias: (i) la existencia de fuertes incentivos para la extracción de beneficios privados, que eleva la probabilidad de las conductas desleales; (ii) la insuficiencia de los mecanismos disciplinarios o de enforcement que proveen las fuerzas del mercado para reducir las prácticas de self-dealing y, por tanto, la especial necesidad de los remedios legales; y, (iii) la poca incertidumbre sobre el juicio de deslealtad, lo cual determina que los costes asociados a los riesgos de error y overcompliance sean escasos.”.

¹⁰³ PAZ-ARES, Cándido., Op. cit., p. 205: “b) **El segundo factor a tener en cuenta a la hora de ponderar el rigor del régimen de responsabilidad es el grado de sustituibilidad de las reglas de responsabilidad como mecanismos de gobierno.** Para percatarnos de ello conviene recordar que entre las salvaguardias jurídicas (reglas de responsabilidad) y las salvaguardias de mercado (incentivos económicos) existe una relación de sustituibilidad y que, por tanto, las partes tendrán menor interés en recurrir a las salvaguardias jurídicas -y a los costes que inevitablemente comportan- cuando el mercado provea gratuitamente otro tipo de salvaguardias. En consecuencia, cuando la sociedad disponga de otros mecanismos de gobierno suficientemente eficaces para alinear los incentivos de las partes y reducir los costes de agencia estará indicada una política de indulgencia. En caso contrario, cuando las fuerzas del mercado no provean mecanismos alternativos de disciplina, resultará aconsejable una política de severidad. Analizando la cuestión bajo esta perspectiva, observamos nuevamente una diferencia sustancial entre las conductas desleales y las conductas negligentes. Por lo general, las fuerzas del mercado reducen la necesidad de acudir al sistema jurídico para constreñir la negligencia de los administradores. Esto es particularmente cierto en el ámbito de las sociedades cotizadas por varias razones: (i) porque se hallan en constante necesidad de recurrir a los mercados para captar nuevos fondos, lo cual determina que los administradores queden sujetos a efectos reputacionales muy intensos (‘transacciones repetidas’); (ii) porque reclaman de los administradores elevadas ‘inversiones específicas’ -es decir, inversiones que no pueden ser recuperadas ni aprovechadas alternativamente en caso de revocación-, de las que surge una corriente de cuasirrentas que opera como prenda o garantía del cumplimiento; y, (iii) porque viven bajo el escrutinio permanente de mercados altamente eficientes desde el punto de vista informativo (mercado bursátil, mercado del control, mercado de los altos ejecutivos, etcétera). En las sociedades no cotizadas, los incentivos para actuar diligentemente se hallan básicamente en el menor grado de separación que presentan entre propiedad y gestión. El hecho de que los administradores sean propietarios de una porción significativa de la empresa les proporciona un incentivo natural de enorme potencia para realizar sus cometidos con los niveles de atención y esfuerzo debidos. Las sociedades no disponen, en cambio, de mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad que resulten igualmente efectivos para prevenir las conductas desleales. En primer lugar, porque los administradores, por la cuenta que les trae, se guardan mucho de que no alcancen visibilidad⁰²¹. El prototipo de la conducta desleal es la “transacción interesada”, de la que el administrador extrae ventajas excesivas y, siendo así, es natural que trate de disimularse o enmascararse -objetivamente (mediante estructuras complejas y operaciones dotadas de un propósito empresarial plausible) y subjetivamente (mediante interposición de otras personas o entidades)-, para alejarlas del escrutinio público⁰³ l. Los actos de negligencia, al menos en el ámbito de las decisiones de negocio, resultan mucho más visibles. En segundo lugar, porque las violaciones del deber de lealtad suelen prodigarse en momentos terminales de las relaciones de los administradores con la sociedad, y en esos momentos la disciplina que procuran las fuerzas del mercado está muy debilitada. El único remedio eficaz contra las actividades de esta naturaleza -los llamados “pelotazos” en nuestra jerga financiera- es la responsabilidad ante los tribunales. Y en tercer término, porque en el terreno del deber de lealtad, la propiedad por parte de los administradores de una parte sustancial del capital de la empresa no ayuda en absoluto a prevenir el fraude; antes bien, lo facilita al ofrecer un nuevo parapeto frente a la posibilidad de revocación (quien no siente amenazada su posición de preeminencia por poseer un paquete importante de acciones, tiende a sentirse más seguro o arropado a la hora de extraer ventajas personales con cargo a la sociedad y, por tanto, con cargo al patrimonio de los accionistas de la minoría).”

relevantes da administração e os resultados operacionais) e do escrutínio público dos órgãos reguladores administrativos (CVM, Banco Central, CADE). Por outro lado, nas condutas desleais, os administradores dolosamente se valem de diversos artifícios, inclusive artifícios legais¹⁰⁴, para não serem descobertos. Nessas violações, a deslealdade geralmente necessita do escrutínio e das ferramentas investigativas/probatórias do Judiciário para se revelar¹⁰⁵.

Ademais, a doutrina ainda se vale do grau de incerteza da tomada de decisão do administrador para diferenciar ambas as violações¹⁰⁶. O dever de lealdade seria objetivo, violado dolosamente pelo administrador. O administrador, conscientemente, dirige esforços para obter proveito próprio em detrimento da companhia. Não obstante, como se observará na seção posterior, a conduta caracterizada pela negligência é calcada em uma tomada de decisão

¹⁰⁴ Nesse sentido, destaca-se o Processo Administrativo Sancionador n. 2013/13172, na qual se acusava Eike Batista, acionista controlador e presente do conselho de administração da OSX Brasil S.A., de *insider trading*. A acusação, e posterior condenação de Eike Batista, afirmava que o acionista controlador estava em posição de informação privilegiada (e ruins à avaliação dos ativos da companhia) e vendeu uma quantidade considerável de ações antes de divulgá-la ao mercado. A defesa de Eike Batista afirmava que a venda de ações se deu por determinação regulamentar do Novo Mercado, tendo em vista que a OSX Brasil S.A. deveria alcançar o *free float* de 25% (vinte e cinco por cento) para adentrar esse segmento de listagem na B3.

¹⁰⁵ Nesse contexto, pode se realizar uma analogia com a Teoria da Vulnerabilidade, de Raúl Eugenio Zaffaroni, que afirmava que a culpabilidade, no Direito Penal, deveria ser valorada à luz da vulnerabilidade do agente em relação ao processo de criminalização de sua conduta. Dessa maneira, quanto mais o agente se esforçasse para a prática do crime (esforço por vulnerabilidade), maior seria a culpabilidade do agente. (ZAFFARONI, Eugenio Raúl. **Direito penal brasileiro**: vol. 2, tomo 2. 1. ed. Rio de Janeiro: Revan, 2017, p. 168). No mesmo sentido, percebe-se que a vulnerabilidade do administrador em relação às complexas exigências do dever de diligência é enorme, podendo este facilmente incorrer em conduta ilícita; isso, ao contrário, não seria verificado em relação ao dever de lealdade, que requer um esforço doloso do administrador para sobrepor seus interesses à vontade social da companhia.

¹⁰⁶ PAZ-ARES, Cândido., Op. cit., p. 206: “c) **El tercer factor a tener en cuenta para determinar el nivel óptimo de rigor del régimen de responsabilidad de los administradores es el grado de incertidumbre jurídica a que están sujetas sus decisiones.** Éste es, sin vacilación alguna, el factor decisivo. La incertidumbre se produce cuando los administradores no pueden anticipar con seguridad cuáles serán las consecuencias jurídicas de sus decisiones. Las causas que la provocan son las siguientes: (i) la ambigüedad o genericidad del mandato legal (errores del juez en la determinación del nivel de corrección); (ii) las dificultades de prueba (errores del juez en la verificación de un determinado nivel de corrección); y, (iii) las deficiencias cognitivas del propio agente (errores del administrador en la determinación del nivel de corrección). El nivel de incertidumbre determina el riesgo de error al que se ven sometidos los agentes (es decir, el riesgo de incurrir en responsabilidad por actos que ellos no consideraron incorrectos cuando los acordaron o realizaron) y este riesgo, a su vez, origina el problema de la *overcompliance* o ‘sobrecumplimiento’ que económicamente puede ser muy relevante: quien anticipa la posibilidad de error del juez, extremará el celo adoptando precauciones por encima de las legalmente exigibles. La política de indulgencia estará, pues, indicada cuando el riesgo de error sea relevante y los costes del ‘sobrecumplimiento’ elevados. La política de severidad, cuando el riesgo de error sea despreciable y los costes del ‘sobrecumplimiento’ escasos. Desde el punto de vista del riesgo de error, la responsabilidad por negligencia y la responsabilidad por deslealtad presentan también diferencias notables. En principio, resulta intuitivamente evidente que las conductas desleales apenas entrañan riesgo de error para los administradores, puesto que es baja la probabilidad: (i) de que el administrador se equivoque en el juicio; tratándose de operaciones que se descualifican precisamente por la extracción excesiva de ventajas personales, todo el mundo sabe dónde están los límites; (ii) de que el juez yerre al valorar el caso, pues, a diferencia de lo que ocurre con el juicio de negligencia -que entraña una valoración técnico económica compleja-, el juicio de lealtad es de orden moral o deontológico, y para ello están bien preparados los jueces; y, (iii) de que el administrador tenga dificultades de prueba, al menos si está establecido un protocolo o procedimiento formal homologado para la aprobación de las transacciones potencialmente conflictivas.”

deveras complexa. As exigências do dever de diligência no processo de tomada de decisão seriam multifacetadas por diversas possibilidades e exigências legais. Como se ressaltou anteriormente, o próprio dever de informação apresenta algumas dessas nuances: quando o fato/ato relevante se caracteriza um risco ao interesse legítimo da companhia e, por conseguinte, uma exceção à imediata divulgação? O que seria legítimo no interesse da companhia?. O dever de diligência é conduzido por uma complexidade de variáveis; não obstante, é dirimido por uma única vontade, que é propriamente o interesse social. Há espaço para uma negligência culposa. Não há espaço para deslealdade culposa (ou o administrador é leal ou não é). Também concernente ao grau de incerteza da conduta, não se deveria punir a deslealdade e negligência na mesma intensidade.

Essa exigência doutrinária por uma responsabilidade mais rígida, quanto ao dever de lealdade, e mais flexível/tolerante, quanto ao dever de diligência, reflete-se na cobertura dos Seguros D&O e dos Contratos de Indenidade. Como se desenvolverá no capítulo subsequente, ambas as garantias afastam a cobertura de atos desleais, praticados dolosamente pelos administradores; ao se criticar posteriormente a equiparação da culpa grave ao dolo, mostra-se necessário rememorar os pressupostos que conduzem essa diferenciação de tratamento da responsabilidade societária em relação aos seus deveres fiduciários. Entretanto, para isso se faz mister apresentar as nuances que preenchem o dever de diligência dos administradores, sobretudo para que, com esse instituto, possa-se apresentar em seguida a *business judgment rule* e os possíveis riscos morais decorrentes das garantias facultativas abordadas neste estudo.

1.2.2. A COMPLEXA EXIGÊNCIA DO DEVER DE DILIGÊNCIA AOS ADMINISTRADORES: UM REGIME DE RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA MAIS FLEXÍVEL

O dever de diligência, enquanto cláusula geral, possui extrema vagueza e fluidez¹⁰⁷. Não é sem propósito que um dos parâmetros apresentados acima para distinguir a violação e o tratamento diferenciado entre os deveres de diligência e de lealdade foi o grau de incerteza. Esse dever é esculpido logo no início da seção destinada aos deveres dos administradores, no

¹⁰⁷ Nesse sentido: “Não se pode negar a extrema fluidez e vagueza do conceito adotado pela lei brasileira (Martins, 1977, 2.1: 359/360), embora, por outro lado, também não se encontrem em direitos estrangeiros soluções melhores. A lei argentina fala em bom homem de negócio, e, no direito norte-americano, a doutrina registra as dificuldades derivadas da generalidade dos termos em que se costuma traduzir o *duty of care* (Hamilton, 1980:306).” (COELHO, Fábio Ulhoa., Op. cit., RB-9.4).

art. 153 da LSA¹⁰⁸, como um padrão de conduta (*standard*) a ser verificado casuisticamente¹⁰⁹, como, *eg.*, na própria posição ocupada pelo administrador na gestão empresarial.

A doutrina, seguindo um padrão no direito comparado, passa a exigir um parâmetro de diligência superior ao Código Civil (*bonus pater familiae*): o padrão do “homem médio” não seria suficiente na administração de negócios. Essa discriminação específica ao administrador, que exige deste um parâmetro mais rígido de diligência, pode ser constatada, inclusive, em analogia com a fixação da remuneração desse profissional (art. 152, *caput*, da LSA¹¹⁰). Assim, da mesma maneira que as variáveis “competência” e “reputação profissional” devem ser observadas para a fixação das remunerações e vantagens do administrador, o estatuto societário também parece exigir-los na fixação do padrão de diligência esperado deste na gestão empresarial¹¹¹.

Em razão da necessidade de minimamente se preencher o conteúdo do dever de diligência, a doutrina, sobretudo a partir de julgados norte-americanos¹¹², passou a definir algumas recomendações e desdobramentos do que seria um processo de tomada de decisão diligente. Nesse contexto, são levadas em consideração as próprias recomendações elaboradas pela *American Bar Association*, na obra *Corporate Director's Guidebook*¹¹³. Nessa obra, verificam-se diversas atitudes para descrever um administrador diligente: (i) o administrador deve minimamente se dedicar e participar das reuniões colegiadas nos órgãos de administração e nas deliberações da diretoria (*time commitment and regular attendance*); (ii) o administrador deve se preparar para as pautas dessas reuniões, verificando a regularidade e a suficiência das informações que instruem determinada questão (*the need to be informed*); (iii) os administradores podem se valer de estudos e relatórios elaborados por órgãos societários internos (conselho fiscal, comitê interno de auditoria) ou por eventuais empresas externas

¹⁰⁸ Art. 153 da LSA: “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.”

¹⁰⁹ EIZIRIK, Nelson., *Op. cit.*, p. 116. Também nesse sentido: “O art. 153 prescreve, como referido, alguns padrões de comportamento do administrador. Neles estão implícitos modelos e combinações de elementos que fornecem a linha de conduta que deve ser observada pelo administrador. Tais standards são amplos, flexíveis e capazes, portanto, de abranger variadas situações, conforme as circunstâncias e peculiaridades de cada caso.” (CARVALHOSA, Modesto e KUYVEN, Luiz F. Martins. *Sociedades Anônimas.*, *Op. cit.*, Capítulo XV. Administração).

¹¹⁰ Art. 152, da LSA: “A assembléia-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.”

¹¹¹ Essa analogia é proposta pelo professor GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 209.

¹¹² Entre os principais julgados que influenciam o preenchimento do conteúdo de diligência, destacam-se: *Francis v. United Jersey Bank*; *Smith v. Van Gorkom*; *Francis v. United Jersey Bank*; e *Eron case*.

¹¹³ AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Corporate Director's Guidebook*. 5. ed. Chicago: **The Business Lawyer**, v. 62, n. 4, 2007, p. 1495-1596.

contratadas para subsidiar suas decisões (*the right to rely on others*); (iv) o administrador, mesmo que individualmente, deve vigiar e investigar eventuais situações que possam recrudescer ou gerar complicações legais e/ou econômicas para a empresa, como situações de conflito de interesse, de indícios de irregularidades (corrupção privada ou pública) etc. (*inquiry*); e (v) o administrador deve informar aquilo que considere pertinente para o processo de tomada de decisão dos demais administradores ou para a supervisão dos negócios da companhia (*disclosure among directors*).

A doutrina brasileira, em sentido semelhante, passa a desdobrar a diligência a partir das exigências (i) de qualificação para a administração de uma sociedade empresarial¹¹⁴; (ii) de informação adequada para subsidiar o processo de tomada de decisão; (iii) de vigilância e investigação para eventuais indícios de ilicitude na gestão ou nos negócios da sociedade; e, por fim, a partir das exigências (iv) de prestação de informação adequada e completa ao mercado, tornando relevante e fidedigna a análise dos atuais e futuros acionistas sobre a gestão e os resultados operacionais da companhia¹¹⁵. Há deveras complexidade para esses três últimos desdobramentos, tornando o processo de tomada de decisão um verdadeiro risco e desafio a administradores genuinamente leais ao interesse social.

O dever de se informar no processo de tomada de decisão, decerto, levanta celeumas, sobretudo devido às análises casuísticas. Qual é o padrão e o volume de informações que, razoavelmente, devem subsidiar uma decisão empresarial? Nessa análise, a doutrina costuma se valer do caso *Smith v. Van Gorkom* para estabelecer padrões para o cumprimento desse dever, dentre os quais destacam-se: (i) a magnitude e a própria importância da decisão requerem, casuisticamente, informações elevadas (tanto em relação à qualidade quanto em relação à quantidade); (ii) o período disponível e aquele efetivamente utilizado pelos administradores na tomada de decisão; (iii) a credibilidade das fontes das informações solicitadas ou das quais o administrador se vale para subsidiar a decisão; (iv) a situação operacional/econômica da empresa no momento da decisão e, por fim, (v) o custo de obtenção de informações que o

¹¹⁴ Nesse sentido, sobre a razoabilidade da exigência de qualificação ao administrador, enquanto dever corolário do dever de diligência, destaca-se: YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira. In: Luiz Fernando Martins Kuyven (Coords.). **Temas essenciais de Direito Empresarial: Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 940-961. Caso não haja uma qualificação mínima ao cargo, o administrador pode responder por qualquer decisão empresarial atécnica que viole os deveres de diligência e/ou o dever de lealdade.

¹¹⁵ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 202-230.

administrador julgue necessária (que, por óbvio, não deve ser superior à vantagem econômica do próprio negócio à companhia)¹¹⁶.

O desdobramento da exigência de vigilância e investigação, no dever de diligência dos administradores, remonta, nacionalmente, à presunção de culpa coletiva na responsabilidade solidária dos administradores (art. 158, § 2º, da LSA). Trata-se de um dever que exige que o administrador esteja atento ao regular desenvolvimento dos negócios na sociedade (vigilância), não ignorando as suspeitas e os indícios de anomalias que provocarem estranheza à luz da sua expertise e qualificação (investigação).

No Brasil, o dever de vigilância é comumente ilustrado pelo caso da Sadia, em 2008. Conforme Processo Administrativo Sancionador n. 18/08¹¹⁷, da CVM, a Sadia S.A.¹¹⁸, à época a principal empresa brasileira da indústria de alimentos, passou a se valer de instrumentos cambiais para proteger a sua atividade comercial de exportação de alimentos, passando a operar em derivativos na Bolsa de Nova Iorque. Não obstante, o que deveria ser apenas uma atividade de *hedge* da companhia, para legitimamente proteger os resultados da principal atividade estatutária da companhia (atividade agroexportadora) em relação à variação cambial, tornou-se a principal atividade operacional da empresa¹¹⁹. Naquele contexto, a própria estrutura organizacional da companhia agravava a situação, vez que a Diretoria Financeira era diretamente subordinada ao Conselho de Administração, ao invés de vincular-se à diretoria-presidência.

¹¹⁶ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 219-222. Este autor analisa, nestas páginas selecionadas, a obra de GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of Law and Commerce**. Pittsburgh, v. 193, p. 241, 1987.

¹¹⁷ O relator assim define o dever de vigilância: “O dever de diligência engloba o dever de monitoração (ou ‘dever de vigiar’, na forma mencionada nas defesas). Essa monitoração, obviamente, deve levar em consideração as características operacionais da companhia em questão e os riscos mais relevantes enfrentados. As boas práticas de gestão orientam no seguinte sentido: se a realização de operações com derivativos pode levar à descontinuidade da companhia, tais operações, conseqüentemente, merecem atenção especial nos sistemas de monitoração. Essa monitoração, embutida no dever de diligência, não pode ser considerada fiscalização direta, mas ela, naturalmente, se consolida em outros mecanismos, inclusive de controles internos.”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 15 out. 2019.

¹¹⁸ Há um caso ainda mais grave envolvendo a exposição negligente de empresas brasileiras ao mercado de derivativos norte-americano. Trata-se do caso da Aracruz, que acarretou um rombo de U\$ 2,13 bilhões de dólares à companhia. Esses eventos deram origem ao Processo Administrativo Sancionador 16/2008. O processo foi encerrado diante de acordos entre as partes envolvidas (direitos, conselheiros, MPF, CVM e a própria empresa), o que restou viabilizado, sobretudo, diante do fato de que a Fibria (empresa resultante da fusão entre a Votorantim e Aracruz) abriu mão dos prejuízos sociais. Em 2019, ainda, restou confirmada a finalização da fusão entre a Suzano e a Fibria.

¹¹⁹ Dados operacionais retirados da obra de MALVESSI, Oscar. Como a estratégia equivocada destrói a riqueza do acionista. **IBEF News**. 2010, p. 8. Disponível em: <http://www.oscarmalvessi.com.br/downloads/artigos/69/Artigo-Rev-IBEF-Como-a-estrategia-equivocada...OMalvessi-08-2010.pdf>. Acesso em: 20 out. 2019.

O então Diretor-Relator da CVM, Alessandro Broedel Lopes, limitou-se a analisar o cumprimento da política financeira, afastando-se do mérito em relação ao temerário risco assumido pela empresa nos termos da política outrora formulada¹²⁰. A política financeira dispunha de um limite máximo claro de possíveis perdas nessas operações, no patamar máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da Sadia S.A.¹²¹ em situações inesperadas (*stress situations*). Não obstante, ao analisar as próprias demonstrações financeiras da companhia, com as notas explicativas relacionadas às simulações das operações realizadas ao longo de 2008, o que se verificou foi um completo descumprimento de uma política financeira já temerária. Na situação simulada como provável (US\$/R\$ 2,30), as operações com derivativos causariam um prejuízo na ordem de R\$ 1,8 bilhão de reais, o que equivaleria à época a 56% (cinquenta e seis por cento) do patrimônio líquido da companhia. Na situação apontada em um cenário remoto (US\$/R\$ 3,45), o prejuízo seria superior a 200% (duzentos por cento) do patrimônio líquido.

Dessa maneira, a política financeira seria contraditória em termos lógicos, não respeitando os próprios limites estabelecidos em relação aos riscos da exposição de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido nas operações com derivativos. No caso concreto, ao final do ano de 2008, a Sadia S.A. acumulava perdas na ordem de R\$ 2,5 bilhões, o que gerou risco de descontinuidade da companhia. De potencial compradora no início de 2008, a Sadia S.A. acabou sendo adquirida em 2009 pela sua principal concorrente, a Perdigão S.A., gerando a fusão das duas companhias na BRF S.A..

Ao se deparar com essa Política temerária e contraditória, administradores qualificados — como aqueles que à época efetivamente integravam o Conselho de Administração, o Comitê de Finanças e/ou o Comitê de Auditoria — deviam vigilância e investigação. As operações com derivativos poderiam provocar a descontinuidade da companhia, o que ensejava, à luz de boas práticas de governança, que esses administradores nutrissem especial monitoramento interno¹²².

¹²⁰ Nesse sentido, destaca-se excerto do voto do relator: “Nesse voto analisaremos somente a adequação dos administradores da Sadia às políticas de risco aprovadas pela própria companhia. Não entraremos no mérito das operações realizadas, nem ao risco adequado ou não para a companhia. Avaliaremos, somente, a relação entre o especificado na política e o que foi realmente realizado. Não é, a meu ver, papel desta autarquia discutirmos os níveis de risco assumidos pelas empresas, mas somente verificar a diligência dos administradores em cumprir aquilo que fora estabelecido nas suas deliberações internas.”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 15 out. 2019. Ao fim e ao cabo, o relator se vale desse *disclaimer* para afastar a aplicação da *business judgment rule* sustentada pela defesa dos envolvidos.

¹²¹ Considerando o patrimônio líquido da Sadia S.A. em 31/12/07, que era de R\$ 3.190.533.000,00, o limite máximo para a realização dessas operações em 2008 seria de R\$ 638.106.600,00.

¹²² Nesse sentido: “Também vem sendo observado que integra o dever de diligência o adequado acompanhamento dos riscos, especialmente quando a companhia realiza operações significativas com instrumentos financeiros.”. (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 123).

Ao fim, a CVM os condenou por violação ao dever de vigilância, corolário do dever de diligência na administração societária¹²³.

Por fim, na seção anterior, já se apresentaram diversos aspectos quanto à complexidade do dever de informar, tido pela doutrina como um novo parâmetro relacionado à ampliação do dever de lealdade e da aproximação deste com o dever de diligência. Nesse contexto, o caso da Sadia S.A. também pode exemplificar o conteúdo do dever de informar, vez que os desdobramentos decorrentes ilustraram a falta de transparência contábil da companhia em relação aos fatos relevantes divulgados ao mercado na época¹²⁴. Dessa maneira, como não se exigia nenhuma padronização na forma como esses complexos números contábeis deveriam ser expostos ao mercado, não se conseguia dimensionar a real exposição de risco da Sadia S.A. nas operações de derivativos na bolsa de Nova Iorque.

Esses grandes casos de fraudes, de corrupção e de crimes contra o mercado de capitais são notadamente acompanhados por uma reação legislativa, que passa a editar normas mais rígidas para regular o mercado de capitais e a própria responsabilidade dos administradores. Nos EUA, por exemplo, o paradigmático caso da Eron — que também ilustra manobras contábeis e violações ao dever de prestar informações transparentes e completas ao mercado — exemplifica esse fenômeno. Isto porque, em 2002, o país editou a Lei Sarbames-Oxley, com o objetivo de recrudescer as exigências ao dever de informar e, por conseguinte, evitar novas fraudes e manobras contábeis¹²⁵.

¹²³ Aos conselheiros da Sadia, Eduardo Fontana D'Ávila, Diva Helena Furlan, Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues, Norberto Fatio e Vicente Falconi Campos, a CVM aplicou a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00. Aos conselheiros da Sadia, Walter Fontana Filho, Francisco Silvério Morales Céspedes, Everaldo Nigro dos Santos, José Marcos Konder Comparato, membros também do Comitê Financeiro, ou do Comitê de Auditoria da companhia, a CVM aplicou a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00; por fim, quanto ao ex-diretor financeiro da Sadia, Adriano Lima Ferreira, a CVM aplicou a pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 15 out. 2019.

¹²⁴ Nesse sentido, destacam-se as considerações realizadas por Alexandre Di Miceli da Silveira: “A opacidade das operações com derivativos da Sadia foi possível porque as regras de contabilização de derivativos vigentes até 2008 eram relativamente frouxas. A principal regulamentação existente à época – a Instrução 235 da Comissão Brasileira de Valores Mobiliários (CVM) – não exigia nenhuma padronização da forma como esses complexos instrumentos deveriam ser reportados pelas companhias. No caso da Sadia – que lançava grande parte dos ganhos com derivativos como receita operacional e adotava uma espécie de regime de caixa em vez do de competência nessas operações –, a falta de padronização dificultou a visualização correta de sua exposição a esses instrumentos. Para se ter uma ideia dos montantes envolvidos, no fim do primeiro semestre de 2008, a Sadia havia optado por não reconhecer em seu balanço um ganho financeiro não realizado da ordem de R\$ 326 milhões, valor ligeiramente superior ao lucro operacional do mesmo período. A apresentação clara desses números poderia ter alertado investidores sobre a enorme exposição da companhia a esses contratos.”. (SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. O caso Sadia – Parte II. **Revista Capital Aberto**, n. 107, 2012. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/o-caso-sadia-parte-ii/>. Acesso em 15 out. 2019).

¹²⁵ Nesse sentido: “The ability to fraudulently show revenue growth in the wake of mounting losses was attributed to Enron’s use of ‘mark-to-market’ accounting that allowed Enron to price its futures contracts on unrealistic projections of the value of the underlying assets, translating to increased booked revenues. In addition, Enron was

No Brasil, esse cenário não é diferente, sobretudo após a operação Lava-Jato, que denunciou condutas não republicanas envolvendo as principais sociedades anônimas abertas com a maioria dos partidos brasileiros. Dentre os exemplos mais recentes e conhecidos das empresas listadas em bolsa envolvidas na Lava-Jato, destacam-se: a Petrobras S.A, a BR Distribuidora, a Eletrobrás, a JBS, a BTG Pactual e a Braskem. Os fatos popularmente cunhados como “Joesley Day” podem exemplificar essa interconexão da Operação Lava-Jato com a higidez do mercado de capitais.

Quem não se lembra da famosa gravação do presidente Michel Temer supostamente anuindo com os pagamentos ilícitos realizados por Joesley Batista, com o escopo de manter o silêncio do então deputado federal Eduardo Cunha em silêncio (“Tem que manter isso aí”), da qual se originou o acordo de delação premiada firmado entre o MPF e os irmão Batista (Wesley Batista e Joesley Batista)? As operações na bolsa brasileira chegaram a ser interrompidas, logo no dia seguinte à divulgação dos áudios em horário nobre na TV, por meio de um *circuit-breaker*¹²⁶. O mecanismo, que não era utilizado desde a crise de 2008, teve que ser acionado:

engaged in the use of Special Purpose Entities (SPEs) that were used to remove assets or debt from Enron’s books. Problematically, the SPEs were being improperly accounted for by Enron and approved by Arthur Andersen, its outside accounting firm; in reality, the assets had not been moved off of Enron’s books at all, ultimately leaving Enron on the hook for the losses that would follow. On October 15, 2001, Enron was forced to deduct \$1 billion from its third quarter earnings in the wake of the collapse of some of the SPEs. This forced the stock price down into the \$20s per share, from a high of around \$90 in August 2000. In November 2001, Enron announced that essentially its entire financial performance since 1997 was a fallacy, having been largely a result of the SPEs that were now defunct. This announcement meant that Enron would have to restate their financials for prior years, wiping out \$600 million of reported profits. A failed merger with Dynegy would soon follow, and on December 1, 2001, Enron filed for bankruptcy. Following only seven months after the failure of Enron, WorldCom imploded in the largest bankruptcy filing in history at the time, several times larger than Enron. A failed merger with Sprint in 2000 led to a deteriorating stock price and forced WorldCom to accelerate their use of fraudulent accounting methods that had been used to prop up WorldCom’s stock. In this case, WorldCom had been wrongly accounting certain expenses as capital expenditures, and inflating revenues from fake accounting entries. All told, the illegal accounting had inflated WorldCom’s assets by \$11 billion. The collapse of WorldCom provided the momentum needed to push the Sarbanes-Oxley bill through the Senate, becoming law on July 30, 2002. [...] The Act was designed to enhance the reliability of financial reporting and to improve the quality of corporate auditing.” (LACROIX, Kevin M.. Guest Post: D&O What to Know: A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present. **The D&O Diary**, 22 fev. 2016. Disponível em: <https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a-guide-to-the-evolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/>. Acesso em: 2 nov. 2019.)

¹²⁶ Conforme dispõe o Manual de Procedimento Operacionais de Negociação da B3, no item 10 (Interrupção da Negociação – Circuit Breaker): “O *circuit breaker* é o procedimento operacional que interrompe a negociação de ativos, das opções referenciadas em ações, sobre Ibovespa, sobre IBRX-50 e cotas de fundo de índice (ETF), renda fixa privada em momentos atípicos de mercado em que há excessiva volatilidade. Para tanto, aplicam-se, em ordem sequencial, as seguintes regras: I - quando o Ibovespa desvalorizar 10% (dez por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a negociação dos ativos, dos derivativos e de renda fixa privada é interrompida por 30 (trinta) minutos; II - reabertas as negociações, caso a variação do Ibovespa atinja oscilação negativa de 15% (quinze por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a negociação dos ativos, dos derivativos e de renda fixa privada é interrompida por 1 (uma) hora; III - reabertas as negociações, caso a variação do Ibovespa atinja oscilação negativa de 20% (vinte por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a B3 pode determinar a suspensão da negociação de ativos, de opções e de renda fixa privada por período por ela definido. Nesse caso, o mercado deve ser comunicado pelos canais usuais de divulgação das informações da B3.”.

naquele 18/03/2017, quando as negociações foram suspensas, o Ibovespa caía mais de 12% (doze por cento) e o dólar subia 10% (dez por cento)¹²⁷. Esses fatos desencadearam a Operação Tendão de Aquiles, pela Polícia Federal, que culminou na apresentação de duas denúncias pelo MPF e em dois processos administrativos na CVM, sob a acusação, por exemplo, de *insider trading* do colaborador Wesley Batista¹²⁸.

Esses escândalos impactaram sobremaneira o mercado de capitais, despertando também a atuação do regulador brasileiro. Como se verá na seção seguinte, que buscará descrever o atual cenário da responsabilidade societária pós-Lava Jato, esses escândalos aprofundaram a crise na responsabilidade civil brasileira, influenciando também na maior rigidez na responsabilidade societária.

1.2.3. O CENÁRIO DA RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA PÓS LAVA-JATO: APROFUNDAMENTO DA EROÇÃO DOS FILTROS TRADICIONAIS DE REPARAÇÃO E SURGIMENTO/RECRUDESCIMENTO DE HIPÓTESES DE RESPONSABILIZAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

No atual cenário da administração de sociedades anônimas, sobretudo devido aos desdobramentos da Operação Lava-Jato, o que se observa é uma tendência relacionada ao recrudescimento do risco patrimonial aos administradores. Trata-se do aprofundamento da crise na responsabilidade civil, que impacta, nas ações de responsabilidade ajuizadas contra os administradores, o direito societário e o mercado de capitais.

Isso porque se verifica que a responsabilidade civil perpassa por uma contínua e progressiva fase de erosão dos filtros tradicionais da reparação¹²⁹, em um contexto de

Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/negociacao.htm. Acesso em 28 out. 2019.

¹²⁷ Para mais descrições sobre o “Joesley Day”, v. AGUIAR, Victor. Dois anos de ‘Joesley Day’: relembre o terremoto que abalou os mercados. **Revista SeuDinheiro**. 18 maio 2019. Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/dois-anos-de-joesley-day-relembre-o-terremoto-que-abalou-os-mercados/>>. Acesso em: 20 out. 2019.

¹²⁸ Os processos e inquéritos administrativos envolvendo a JBS são resumidas, didaticamente, pela própria CVM no link: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180809-1.html>. Acesso em 29 out. 2019. Todas as apurações envolvem, direta ou indiretamente, fatos investigados no âmbito da própria Operação Lava-Jato, o que demonstra mais uma vez essa interconexão. Sobre os fatos envolvendo, especificamente, a Operação Tendão de Aquiles, destacam-se os Processos Administrativos de n. 19957.004600/2017-22 e n. 19957.004543/2017-81, que se referem às investigações envolvendo compra de dólares pela JBS, antes da divulgação das notícias relacionadas com as delações dos acionistas controladores da companhia (Joesley e Wesley Batista), e às investigações envolvendo a prática de *insider trading*, respectivamente.

¹²⁹ Nesse sentido: “O sistema de responsabilidade civil consagrado pelas grandes codificações ancorava-se em três pilares: culpa, dano e nexa causal. Na prática judicial, isto significava que a vítima de um dano precisava, além de evidenciar seu prejuízo, superar duas solidas barreiras para obter indenização: (i) a demonstração da culpa do ofensor, e (ii) a demonstração do nexa de causalidade entre a conduta culposa do ofensor e o dano. Estas duas barreiras – prova da culpa e prova do nexa causal – chegaram a ser chamadas filtros da responsabilidade civil ou filtros da reparação, por funcionarem exatamente como óbices capazes de promover a seleção das demandas de

arrefecimento da importância da culpa (ocaso da culpa) e do nexo de causalidade na configuração do dever de indenizar. Além de impactar a própria persecução judicial e administrativa de atos ilícitos dos administradores¹³⁰, isso se reverbera, no direito societário e no mercado de capitais, *e.g.*, na aplicação da culpa pressuposta do administrador diante da responsabilidade extracontratual do art. 158, inc. II, da Lei n. 6.404/1964¹³¹; na presunção de

ressarcimento que deveriam merecer acolhida jurisdicional. Aos olhos da época, parecia evidente que se, por qualquer catástrofe, estes filtros se rompessem, o Poder Judiciário seria inundado com um volume incalculável de pedidos de reparação. Partindo-se desta imagem, **o estágio atual da responsabilidade civil pode justamente ser descrito como um momento de erosão dos filtros tradicionais da reparação, isto é, de relativa perda de importância da prova da culpa e da prova do nexo causal como obstáculos ao ressarcimento dos danos na dinâmica das ações de ressarcimento. Tome-se, de início, o caso – ou ocaso – da culpa.**” (SCHREIBER, Anderson. **Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 11, 12, grifo meu). Essa expressão é, analogamente, cunhada como “giro conceitual da responsabilidade civil”, ainda durante a vigência do CC/1916 por Orlando Gomes, para ilustrar esse mesmo fenômeno fático-jurídico. O regime de responsabilidade passa a se centrar na reparação do dano injusto à vítima, (i) objetivando-se a responsabilidade civil a partir de uma cláusula genérica e ampla no CC/02; (ii) arrefecendo-se, seja jurisprudencial, seja legislativamente, a importância da culpa e do nexo de causalidade no dever de indenizar; e se (iii) centrando na responsabilidade preventiva, a partir da monetização de riscos e do desenvolvimento de diversos ramos securitários, com o escopo de garantir a reparação desse dano injusto à vítima. Essa responsabilidade mais rígida gera, efetivamente, reações. O Seguro D&O e, atualmente, o recrudescimento na adoção de Contratos de Indenidade deve ser encarado como algumas dessas técnicas jurídico-econômicas criadas e continuamente aperfeiçoadas para gerir o risco patrimonial dos administradores de sociedades empresariais. Nesse sentido, v. também: GOMES, Orlando. Tendências modernas na teoria da responsabilidade civil. In: DI FRANCESCO, José Roberto Pacheco (Org.). **Estudos em homenagem ao Professor Silvio Rodrigues**. São Paulo: Saraiva, 1989, p. 293.

¹³⁰ A persecução judicial é realizada mediante o ajuizamento de ações sociais — *uti universi* e *uti singuli* (substitutiva ou derivada) — e de ações individuais propostas pelos acionistas ou terceiros prejudicados, fundadas, respectivamente, no *caput* e §§3º, 4º e 7º do art. 159 da Lei n. 6.404/1964. Administrativamente, ainda, é realizada mediante processos administrativos na CVM.

¹³¹ A doutrina majoritária entende ser hipótese de presunção de culpa do administrador, o que ilustra esse processo de ocaso da culpa e centralidade na reparação do dano na responsabilidade civil. Nesse sentido, *e.g.*, FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 278; e, ainda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 46, abr.-jun. 1981, p. 80. Do outro lado, há parcela minoritária da doutrina que entende ser hipótese de responsabilidade objetiva. Nesse sentido: CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 196-198. Em obra recente, o autor mantém o entendimento: “Daí a objetividade do ilícito de infringência da lei ou do estatuto, na medida em que fere o bem jurídico representado pela observância estrita das normas externas e internas da companhia. A infringência da lei ou do estatuto é lesiva à companhia em termos materiais e morais, independentemente da dimensão do dano. Assim, para que fique configurada a responsabilidade do administrador infringente da lei ou do estatuto basta provar a sua autoria. A propósito, não é necessário que o administrador pessoalmente tenha infringido a lei ou o estatuto. Sua responsabilidade prevalece quando admite que os quadros da companhia sob seu comando deixem de cumprir ou observar as leis e o estatuto.” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando Kuyven., Op. cit., Capítulo XV – Administração). Há, ainda, entendimento também minoritário de que seria uma hipótese de responsabilidade subjetiva clássica, a partir do qual Fábio Ulhoa defende que ambas as hipóteses seriam interdefiníveis (art. 158, incs. I e II, da LSA), importando, ao fim e ao cabo, sempre uma violação da lei ou do estatuto: “A Lei das Sociedades por Ações, no art. 158, menciona duas hipóteses de responsabilidade civil dos administradores de companhias: uma relacionada aos prejuízos causados por sua culpa ou dolo, ainda que sem exorbitância de poderes e atribuições (inc. I), e a outra pertinente à violação da lei ou do estatuto (inc. II). Em relação à primeira, é unânime a doutrina ao afirmar que a previsão legal imputa aos administradores responsabilidade subjetiva do tipo clássico; isto é, ao demandante cabe a prova do procedimento culposo do demandado. Quanto à segunda, no entanto, predomina largamente o entendimento de que cuida a hipótese legal de responsabilidade subjetiva com presunção de culpa, havendo também quem a considere objetiva. Sustentam a tese da responsabilidade subjetiva com inversão do ônus de prova, na hipótese do art. 158, II, muitas vezes lembrando a posição de Miranda Valverde, em relação

culpa coletiva diante da responsabilidade solidária do art. 158, § 2º, da Lei n. 6.404/1964¹³²; e, ainda, na ausência de uma teoria crítica sobre o nexo de causalidade entre a conduta do administrador e os danos decorrentes de complexas operações (confluência de vários eventos e condutas).

Nesse contexto, por exemplo, a análise do nexo de causalidade entre os deveres de diligência dos administradores e a responsabilidade solidária pelo dano se torna sobremaneira imprevisível, expondo os administradores a um cenário de indefinição sobre o alcance e os parâmetros de suas responsabilidades¹³³. Ademais, em ato contínuo à erosão dos filtros tradicionais de reparação do dano, surgem hipóteses específicas de responsabilidade patrimonial dos administradores (cf. nota de rodapé 8): (i) responsabilidade penal (Lei n. 1.521/1951; art. 168-A, 172, 177, 337-A do Decreto-Lei n. 2.848/1940, arts. 168 a 178 da Lei n. 11.101/2005; arts. 63 a 74 da Lei n. 8.078/1990; arts. 1º e 2º da Lei n. 8.137/1990; art. 29 a 69 da Lei n. 9.605/1998; e art 195 da Lei n. 9.279/1996); (ii) responsabilidade tributária (art. 135, inc. II, da Lei n. 5.172/1966); (iii) responsabilidade ambiental (art. 2º da Lei n. 9.605/1998); (iv) responsabilidade falimentar (art. 82 da Lei n. 11.101/2005); e (v) responsabilidade concorrencial (art. 32 da Lei n. 12.529/2011).

Nesse contexto, destaca-se, inicialmente, a recente Lei n. 13.506/2017, que trouxe uma série de mudanças no processo administrativo sancionador na esfera da CVM, alterando a Lei n. 6.385/1976, e que dispôs sobre o processo administrativo sancionador na esfera do BACEN. Dentre as principais modificações, destacam-se: (a) a tipificação penal do *insider* secundário

ao diploma acionário anterior (1959, 2:329/330), Bulhões Pedreira (1992:596/606), Barros Leães (1982:178), Sampaio de Lacerda (1978:206), Nelson Eizirik (1984) e José Edwaldo Tavares Borba (1986:309). Com entendimento diferente, segundo o qual o inciso II do art. 158 da LSA refere-se a hipótese de responsabilidade objetiva, está Modesto Carvalhosa (1977, 3:317 e 1983). Quando, ademais, a discussão enfoca o caso dos administradores de instituições financeiras, concluem Newton de Lucca (1987), Salles de Toledo (1985) e Modesto Carvalhosa (1983) pela natureza objetiva da responsabilidade, se decretada a intervenção, a liquidação extrajudicial, o regime de administração temporária ou a falência da companhia bancária. **No meu modo de ver a questão, contudo, é subjetiva do tipo clássico a natureza da responsabilidade prescrita pelo art. 158, II, da LSA, como também, por uma interpretação sistemática dos dispositivos legais sobre o assunto, é subjetiva a responsabilidade do administrador de instituição financeira, mesmo nas hipóteses de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou regime especial de administração temporária.**” (COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., RB-9.7, grifo meu). Nesse contexto, por exemplo, analisando a responsabilidade civil, Anderson Schreiber afirma que a objetivação da responsabilidade seria um movimento em paralelo à presunção de culpa: **“Vislumbra-se, assim, uma nítida objetivação das hipóteses de responsabilidade subjetiva com culpa presumida, seja por força da prática jurisprudencial, seja em virtude da atuação expressa do legislador.** [...] Ideologicamente, a presunção de culpa representava uma solução intermediária, que impedia as injustiças perpetradas pela severa exigência da prova da culpa, ao mesmo tempo em que negava acolhida à teoria do risco como novo fundamento de responsabilidade. Na prática, todavia, as presunções de culpa foram passando, por meio da atuação jurisprudencial, de presunções relativas para presunções absolutas, de tal modo que o juiz, ao final, já presumia de forma tão definitiva a culpa do ofensor que isso equivalia a dispensá-la para fins de responsabilização.” (SCHREIBER, Anderson., Op. cit., p. 32-33, grifo me)

¹³² FRAZÃO, Ana., Op. cit., p. 279-286.

¹³³ Em sentido semelhante: TEIXEIRA, Bárbara Bittar., Op. cit., p. 235.

(cf. nota de rodapé 78) e o *insider* equipado¹³⁴; (ii) a manutenção da previsão na Medida Provisória n. 784/2017, que retirou o efeito suspensivo *op legis* da decisão do colegiado da CVM no recurso administrativo ao CRSFN (Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional), em casos de suspensão de autorização à pessoa jurídica para atividades no mercado de capitais, e em casos de inabilitação e proibição temporária de administradores¹³⁵; (iii) a introdução de um novo tipo de penalidade a ser aplicada pela CVM, qual seja a proibição de contratar, em até 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e a proibição de participar de licitações envolvendo a administração pública direta e indireta¹³⁶; e, por fim, talvez sendo a alteração mais relevante nesse contexto de recrudescimento do risco patrimonial na administração das sociedades anônimas, (iv) o aumento dos valores atribuídos como multa na penalidade imposta pela CVM, em virtude de infração às normas que regem o mercado de capitais¹³⁷.

É nesse cenário que o art. 158 da LSA se coloca ao escrutínio. Além de dispor sobre os deveres de lealdade, diligência e os demais deveres corolários, a seção destinada aos deveres dos administradores na LSA passa também a fixar o regime geral de responsabilidade dos administradores. Dessa forma, como regra geral, o administrador não é responsável pessoalmente pelos atos de gestão (art. 158, *caput*, da LSA¹³⁸). Não obstante, como já se viu,

¹³⁴ Art. 27-D, § 1º, da Lei n. 6.385/1976: “Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.”. A nova redação, portanto, passa a punir expressamente aquele que apenas repassa a informação sigilosa à qual tenha acesso em razão do cargo, mesmo que este não tenha dela se utilizado para negociação de valores mobiliários. Além disso, ao criminalizar também o *insider* secundário, a nova redação retira a expressão “dever de manter sigilo”, tornando este elemento uma causa de aumento de pena (art. 27-D, § 2º).

¹³⁵ Art. 17, § 3º, 4º e Art. 18, § 2º, da Lei n. 13.506/2017: “Art. 17: § 3º A decisão cautelar estará sujeita a impugnação, sem efeito suspensivo, no prazo de 10 (dez) dias. § 4º Da decisão que julgar a impugnação caberá recurso, em última instância, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional [...] Art. 18: § 2º A decisão que impuser multa cominatória, se não estiver sujeita à impugnação e ao recurso de que tratam os §§ 3º e 4º do art. 17 desta Lei, estará sujeita a impugnação, sem efeito suspensivo, no prazo de 10 (dez) dias.”

¹³⁶ Art. 11, § 13, da Lei n. 6.385/1976: “§ 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.”

¹³⁷ A partir das alterações introduzidas da Lei n. 6.385/1976, os critérios de dosimetria na multa aplicada no processo administrativo sancionador da CVM foram alterados, estabelecendo como valor máximo: (i) R\$ 50 milhões de reais; (ii) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; e, por fim (iv) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. Em caso de reincidência, a multa pode chegar ao triplo dos valores aplicados. Na redação anterior, por exemplo, a lei aplicava como parâmetros máximos: (i) o valor de R\$ 500 mil reais; (ii) 50% por cento da operação irregular; (iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. Percebe-se, por exemplo, um aumento de 9900% no primeiro critério e de 50% em relação ao segundo critério.

¹³⁸ Opta-se por reproduzir a integralidade do art. 158 da LSA, sobretudo pela importância deste nas considerações posteriores: “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome

desde o DL 2.627/40, o administrador passa a ser responsável pessoalmente em quatro hipóteses, quais sejam: quando proceder com (i) dolo ou (ii) culpa em atos regulares de gestão; ou, ainda, quando proceder irregularmente, violando a (iii) lei ou o (iv) estatuto social (cf. nota de rodapé 49)¹³⁹.

Em relação à primeira hipótese, a doutrina é uníssona em afirmar que a responsabilidade do administrador é subjetiva clássica, isto é, mesmo diante de um contínuo processo de erosão dos filtros tradicionais de reparação (crise na responsabilidade civil), o autor da ação deveria

da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral. § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles. § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável. § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.”

¹³⁹ Marcelo Adamek, após expor a doutrina dominante em relação à interpretação dessas 2 (duas) hipóteses, passa a questionar porque o legislador fez referência a hipóteses redutíveis a uma só, uma vez que o ato de gestão praticado com dolo ou culpa poderia ser, ao fim e ao cabo, reduzido a uma violação à lei ou ao estatuto social (cf. doutrina de Fábio Ulhoa na nota de rodapé 131). Nesse sentido, o autor aduz: “A segunda explicação para o tratamento dicotômico previsto nos incs. I e II do art. 158 da Lei das S/A parece mais consentânea. No citado artigo de lei, o legislador não teria se limitado a explicitar as hipóteses ante as quais despontaria a responsabilidade civil do administrador, mas teria sim, simultaneamente, pretendido definir as diferentes situações em que o ato praticado pelo administrador o vincularia, ou então vincularia a sociedade ou ambos, perante terceiros. Embora essa inteligência reste obscurecida pela redação defeituosa do artigo – que deixou de incluir no inc. II o complemento necessário e implícito, dedutível da cabeça e do inc. I do mesmo art. 158 da Lei das S/A – deve-se entender que o legislador pretendeu estabelecer as seguintes regras: (1a) o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão; e (2a) ele é civilmente responsável pelos prejuízos que causar, quando culposamente descumprir dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (2a.A) os atos praticados dentro do âmbito de suas atribuições obrigam a sociedade perante terceiros (ressalvado o direito de regresso contra o administrador); e (2a.B), em princípio, os atos praticados fora do âmbito de suas atribuições não vinculam a sociedade perante terceiros, pois são da direta e exclusiva responsabilidade do administrador, solução essa consentânea com o regime de publicidade das sociedades anônimas. Diz-se em princípio, porque, sob certas circunstâncias e à luz do primado da boa-fé, tais atos do administrador, apesar de exercidos fora do âmbito de suas atribuições ou além de seus poderes, podem vincular a própria sociedade, quando: (i) forem ratificados posteriormente; (ii) a sociedade deles auferir vantagem; ou (iii) a sua preservação impuser-se por efeito de outras regras e preceitos destinados a tutelar a posição jurídica de terceiros (categoria na qual se incluiriam os *atos ultra vires societatis*, fora do objeto social, e os praticados com excesso de poderes pelo administrador, uns e outros agora regulados pelo art. 1.015 do CC). [...] Ao regular conjuntamente em um mesmo artigo temas distintos (embora conexos), a lei acionária não teria pretendido criar hipóteses diferentes de responsabilidade civil (pois esta resultará *tout court* do inadimplemento de dever legal ou estatutário pelo administrador); o propósito da lei acionária teria sido apenas distinguir os casos em que, sob o prisma distintivo de o ato ter sido ou não praticado dentro do âmbito das atribuições do administrador, somente a sociedade assumiria obrigações perante terceiros (caput), somente o administrador ficaria vinculado (inc. II) ou um e outro se vinculariam (inc. I).”. O autor, dessa maneira, afastaria uma primeira concepção que entende que o legislador quis disciplinar no art. 158, inc. I, da LSA as obrigações de meio, enquanto o art. 158, inc. II, da LSA, envolveria as obrigações de resultado. (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 221-225).

demonstrar a conduta ilícita (culposa ou dolosa; negligente ou desleal; omissiva ou comissiva), o dano e o nexo causal entre eles¹⁴⁰. Não obstante, já em relação à segunda hipótese, a doutrina majoritária entende ser responsabilidade subjetiva calcada na inversão do ônus da prova (cf. nota de rodapé 131), cabendo ao administrador, por conseguinte, demonstrar que atuou regularmente conforme exegese do estatuto social ou da lei. Admite-se, também, que o administrador, dentro do seu ônus probatório, demonstre que agiu contrariamente à lei ou ao estatuto por ser a única alternativa viável para atender ao interesse social¹⁴¹. Por fim, em relação à primeira hipótese (art. 158, inc. I, da LSA), a sociedade anônima responde solidariamente pelos danos, podendo, por deliberação da assembleia geral, propor ação regressiva posteriormente contra o administrador; já em relação à segunda hipótese (art. 158, inc. II, da LSA), a sociedade, em regra, não responde pelos danos, exceto (i) se houver sido beneficiada ou tiver ratificado o ato administrador ou, ainda, (ii) se o ato irregular de gestão prejudicar terceiro de boa-fé¹⁴².

Como a diretoria não constitui órgão colegiado (cf. nota de rodapé 52), em regra, a responsabilidade dos administradores é eminentemente individual à luz das atribuições estatutárias de cada diretor. A solidariedade se estabelece nesses casos apenas diante da culpa ou diante da coparticipação de outro administrador na prática do ilícito, como, por exemplo, quando o administrador faltar com diligência quanto aos deveres de vigilância e investigação, sendo conivente com o ilícito após a descoberta deste (art. 158, §1º c/c §5º da LSA)¹⁴³. No que

¹⁴⁰ Nesse sentido: “Em relação à primeira, é unânime a doutrina ao afirmar que a previsão legal imputa aos administradores responsabilidade subjetiva do tipo clássico; isto é, ao demandante cabe a prova do procedimento culposo do demandado.” (COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., RB-9.7).

¹⁴¹ Nesse sentido: “Pode acontecer, v.g., que o administrador tenha procedido de forma contrária à lei ou ao estatuto por ter considerado como única alternativa viável para favorecer a companhia diante de uma situação de impasse. Em tal circunstância, caberia a ele demonstrar que, apesar de ter agido voluntariamente, não foi negligente nem imprudente, muito menos teve a intenção de causar prejuízos.” (EIZIRIK, Nelson; *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. rev., ampl. Renovar: Rio de Janeiro, 2011, p. 501).

¹⁴² Nesse sentido: “Quando o administrador pratica ato regular de gestão, apenas a companhia responde pelos danos eventualmente causados, não havendo qualquer responsabilidade sua. Se o administrador, embora praticando ato regular de gestão, agir com culpa ou dolo, a companhia responde solidariamente pelos danos, podendo depois propor ação regressiva contra ele. Tal se dá porque nas 2 (duas) hipóteses o administrador atua como órgão da companhia. Já quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto, a sociedade não responde pelos danos, exceto se: (i) houver tirado proveito do ato; (ii) houver ratificado o ato; ou (iii) o prejudicado for terceiro de boa-fé. Em tais hipóteses, evidentemente a companhia terá ação regressiva contra o administrador.” (EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 177).

¹⁴³ Nesse sentido: “Em regra, a responsabilidade do administrador é individual. A Lei das S.A. prevê, excepcionalmente, a responsabilidade solidária, quando o administrador: (i) for conivente, negligente na descoberta do ilícito, ou se deixar de agir para impedir a sua prática; (ii) não cumprir os deveres legais para assegurar o funcionamento regular da companhia; ou (iii) não comunicar à assembleia geral infrações cometidas por predecessor ou por outro administrador com atribuições e poderes específicos. Em princípio, não há solidariedade estabelecida objetivamente, sem culpa ou pelo fato de outrem. Assim, o administrador não responde pelo ato de outro pelo simples fato de integrar o mesmo órgão, ainda que colegiado. Para ser solidariamente responsável é necessário que ele tenha descumprido a lei ou o estatuto; se o administrador negligencia em descobrir

tange aos órgãos de deliberação colegiada, como o próprio conselho de administração (cf. nota de rodapé 52), há na prática uma solidariedade pelos atos irregulares perpetrados coletivamente pelo órgão. Nestes casos, para se desonerar da responsabilidade (afastar o nexo causal), o administrador deve consignar expressamente sua discordância ou comunicá-la por escrito ao órgão, ao conselho fiscal ou à assembleia geral (art. 158, parte final do § 1º, da LSA)¹⁴⁴.

Além disso, o art. 158, § 2º c/c § 3º, consagra, genericamente, a responsabilidade solidária dos administradores por prejuízos diante do descumprimento daqueles deveres (i) necessários ao regular funcionamento da sociedade e que, concomitantemente, (ii) não sejam deveres atribuídos estatutariamente a nenhum dos administradores em específico. É, no mínimo, temerário presumir a responsabilidade dos administradores pelo simples fato de a administração não cumprir determinado compromisso legal, desconsiderando por completo a conduta específica de cada um¹⁴⁵.

Isto se revela temerário porque a explosão regulatória do século XXI torna esses administradores mais vulneráveis a eventuais violações a dispositivos normativos. Esse cenário é ilustrado, ano após ano, pelo relatório *Cost of Compliance*, da Thomson Reuters *Regulatory Intelligent*. Durante o ano de 2018, por exemplo, o relatório apontou a existência de 57.364 alertas regulatórios, diante de um monitoramento de 982 órgãos globais reguladores¹⁴⁶. A cada 6 minutos e 30 segundos, há um novo alerta regulatório.

Dessa maneira, seja pela elevada quantidade de normas, seja pela complexidade e ambiguidade dessas normas¹⁴⁷, verifica-se que os administradores das grandes sociedades

determinado ilícito, estará pessoalmente descumprindo o dever de lealdade, daí resultado o concurso de comportamentos antijurídicos.” (EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 178).

¹⁴⁴ Nesse sentido: “A responsabilidade solidária dos conselheiros ocorre quando há uma deliberação ilegal, ou algum comportamento omissivo, por exemplo, na fiscalização dos diretores. Eventuais atos ilegais praticados por um conselheiro, fora do âmbito do órgão, que não chegam ao conhecimento dos demais, não acarretam a sua responsabilidade solidária. Assim, por exemplo, se um conselheiro tem acesso a informação privilegiada e a utiliza em proveito próprio ou de terceiro, a sua responsabilidade será individual. Os demais conselheiros somente poderão ser responsabilizados se ficar demonstrado que foram negligentes no ‘vazamento’ da informação ou na apuração do ato ilícito.” (EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 179).

¹⁴⁵ Há temperamentos judiciais nessa responsabilidade presumida. Destaca-se, por exemplo, no que tange à responsabilidade tributária, a Súmula 430/STJ, que, embora não se referindo expressamente a situações dos conselheiros nas sociedades anônimas, afasta essa presunção aos sócios- diante do mero inadimplemento de obrigação tributária: “Súmula n. 430/STJ: O inadimplemento da obrigação tributária pela sociedade não gera, por si só, a responsabilidade solidária do sócio-gerente.”

¹⁴⁶ Em 2008 eram apenas 50 organismos monitorados; em 2018 são 982 órgãos regulatórios monitorados pelo estudo; em 2008 se monitoraram 8.704 alertas regulatórios, enquanto em 2018 foram contabilizados 57.364. (ENGLISH, Stacey; HAMMOND, Susannah. **Cost of Compliance 2019: 10 years of regulatory change**. Thomson Reuters. 2019. Disponível em: <http://financial-risk-solutions.thomsonreuters.info/cost-of-compliance-2019>>. Acesso em: 28 out. 2019).

¹⁴⁷ “The cost of interpreting and removing ambiguity from regulatory rules and the collation of relevant data, were the most commonly referenced costs associated with the current reporting regime. Responses also highlighted significant costs related to updating systems to deal with new requirements and maintaining and reporting through multiple systems, particularly for firms operating in several jurisdictions. Ad hoc requests were seen by several

anônimas estão sujeitos a elevados riscos patrimoniais. Há um cenário de contínuo recrudescimento e majoração das penalidades impostas aos administradores, sobretudo após a Operação Lava-Jato; há um cenário de aprofundamento da erosão dos filtros tradicionais de reparação (crise na responsabilidade civil); há um cenário de ampliação dos destinatários dos deveres de lealdade e de notável complexidade em relação aos parâmetros da diligência legalmente esperada dos administradores; e há um cenário de explosão regulatória, de presunção (art. 158, inc. II, da LSA) e de solidariedade na responsabilidade entre os administradores (art. 158, § 2º c/c § 3º, da LSA).

Há ainda um último tempero nesse caldeirão de dificuldades que é administrar uma sociedade anônima aberta: nas escolhas dos atos de gestão, o administrador deve ter uma boa dose de aptidão ao risco. Empresa que não arrisca, não petisca. Diferenciar-se no mercado e inovar no mundo dos negócios requer uma cultura empresarial que admita o erro. Os administradores, na busca do que julgarem ser o melhor interesse da sociedade, não podem ter medo de errar. Esse nível de aptidão de risco ao qual o administrador escolherá se expor em uma decisão empresarial possui relação direta com as garantias legais e facultativas que a sociedade e o ordenamento jurídico os concedem na gestão societária.

Em reação a esse regime de responsabilidade complexo e, paulatinamente, mais severo, a administração de sociedade passou a exigir técnicas jurídicas e econômicas para conformar os diversos interesses que gravitam em torno das atividades de uma sociedade anônima aberta, como, *eg.*, os interesses dos sócios, dos credores, de terceiros, dos consumidores, dos empregados e dos próprios administradores. No que tange especificamente aos interesses dos administradores inseridos na temática dessa pesquisa (garantias patrimoniais ao risco inerente ao processo de tomada da decisão empresarial), passa a se analisar, posteriormente, as insuficiências do instituto legal da *business judgment rule*. **Estas, ao fim e ao cabo, dialogam**

respondents as compounding these costs. Some responses noted the fines associated for non-compliance or erroneous reporting have the potential to be higher than the cost of reporting itself.” (ENGLISH, Stacey; HAMMOND, Susannah., Op. cit., p. 21). Esse fator ressalva a importância do *compliance* como um instrumento de governança corporativa. Nesse sentido: “[...] a doutrina aponta quatro benefícios: os programas de integridade, ao promoverem uma cultura empresarial ética, que propicie respeito à legislação 1) minorarão os riscos de prática de atos ilícitos e, por consequência, evitarão sanções às empresas; como já ressaltado, uma vez configurada a responsabilidade objetiva da empresa pela prática do ilícito, 2) reduzirão eventuais penalidades aplicadas; 3) facilitarão a realização de acordos com as autoridades regulatórias, como o Acordo de Leniência e o Termo de Compromisso de Cessação (TCC); e, por fim, trarão 4) vantagens à reputação e à competição para a empresa.” (AGUIAR RODRIGUES, Matheus Vinícius. Atipicidade da corrupção privada: da lacuna normativa no combate à corrupção à (des)incentivo na adoção do *compliance* pelas sociedades empresariais. **Revista dos Estudantes de Direito da Universidade de Brasília**. n. 16. Brasília: RED/UnB, p. 390). Do mesmo modo, o Seguro D&O também é comumente encarado como um instrumento dessa mesma governança corporativa, que se insere naquilo que este trabalho cunhou como responsabilidade empresarial preventiva.

com o atual protagonismo dos Seguros D&O. As insuficiências destes também dialogarão posteriormente com a redescoberta e tipificação social do Contrato de Indenidade.

Esta é a evolução da responsabilidade societária até o presente momento (contexto pós-Lava Jato): da centralização do poder empresarial até um cenário de recrudescimento do risco patrimonial dos administradores na prática de atos de gestão. Inevitavelmente, isso suscitará dilemas regulatórios ao legislador, por dois motivos principais. O primeiro deles é que não é interessante, para a dinâmica dos mercados, a vulnerabilidade patrimonial do administrador na prática de atos de gestão: ao fim, como vimos, isso dificulta a inovação¹⁴⁸. O segundo é que devem existir mecanismos formais para assegurar que as garantias facultativas não tornem o administrador menos diligentes ou menos leais. Esse segundo fator perpassa por regular, adequadamente, aquilo que pode ser disposto autonomamente na relação entre administrador e sociedade, uma vez que, se a elevada vulnerabilidade não será desejável por um lado, a inexistência desta poderá concorrer à violação de deveres fiduciários, por outro.

Em um contexto de ampliação dos deveres de lealdade, a inexistência de riscos patrimoniais aos administradores (na prática de atos dolosos, por exemplo) pode torná-lo menos diligente com regras ambientais ou, ainda, com regras destinadas a proteger o próprio mercado de capitais. Proporcionar a aptidão máxima de risco ao administrador — como, por exemplo, conceder-lhe a imunidade dos acionistas (expostos apenas ao risco do valor das ações)¹⁴⁹ — é tornar a violação legal, ou o descumprimento de direitos de terceiros, altamente provável.

Portanto, esse é o dilema regulatório que atualmente as autarquias da SUSEP e da CVM lidam na regulação do Seguro D&O e dos Contratos de Indenidade,

¹⁴⁸ Essa vulnerabilidade pelos atos de gestão é descrita por algumas perguntas no artigo de Mariana Pargendler, que análise a recepção do instituto da *business judgment rule* no Brasil: “A responsabilidade dos administradores por erros ou más decisões não teria por efeito inibir a assunção de risco empresarial, via de regra benéfica aos acionistas e ao funcionamento do sistema capitalista como um todo? Seria possível atrair os melhores talentos para a administração das companhias, responsabilizando-os pelos erros cometidos, quando os acertos se revertem preponderantemente em benefício alheio?” (PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**. vol. 953, 2015, p. 52).

¹⁴⁹ Reinier Kraakman (1985), por exemplo, afirma que a prática empresarial eliminaria o regime dual de responsabilidade compartilhada entre a companhia e os administradores, na medida em que estes assumiriam poucos riscos jurídicos patrimoniais diretos em decorrência da securitização dos atos regulares praticados. Na obra, ainda, o autor questiona se não seria melhor oferecer aos administradores a mesma imunidade patrimonial dos acionistas, que não respondem pessoalmente por eventuais descumprimentos legais da sociedade: “And it is precisely this ample opportunity for risk shifting that prompts the basic question: Why impose managerial liability at all where risk shifting is permitted? Why not offer managers the same personal immunity from liability here — say, for garden-variety, personal negligence — that shareholders enjoy from all corporate legal risk?” (KRAAKMAN, Reinier. *The Economics Functions of Corporate Liability*. In: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (Orgs.). **Corporate Governance and Directors’ Liabilities. Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility**. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985).

respectivamente. Como proporcionar a possibilidade de a companhia, à luz da autonomia privada, arrefecer os riscos patrimoniais dos administradores na prática societária, ao mesmo tempo que se mantenham a diligência e a lealdade deles no processo de decisão empresarial? Esse dilema regulatório (risco patrimonial *vis à vis* risco moral societário) só se impõe, no entanto, devido às insuficiências e à própria disfuncionalidade do instituto da *business judgment rule* no direito societário brasileiro.

1.3. A INSUFICIÊNCIA DAS TÉCNICAS LEGAIS DE PROTEÇÃO AO PATRIMÔNIO DO ADMINISTRADOR. INTRODUÇÃO DAS GARANTIAS FACULTATIVAS AO DEBATE. PROTEÇÃO DA HIGIDEZ DOS ATOS DE GESTÃO VIS À VIS O RISCO MORAL SOCIETÁRIO

1.3.1. A INSUFICIÊNCIA DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Esse trabalho já ressaltou a especificidade da responsabilidade societária. Entre as razões, apontou-se uma terceira excludente específica em relação ao Código Civil (art. 159, §6º, da Lei n. 6.404/1976), qual seja a exclusão da responsabilidade societária concernente àqueles atos nos quais o juiz se convença que tenham sido tomados à luz da boa-fé dos administradores e à luz dos interesses da companhia¹⁵⁰. Essa hipótese se aproximaria, segundo parte da doutrina, ao instituto norte-americano do *business judgment rule*¹⁵¹ (regra do

¹⁵⁰ Dessa maneira, haveria 3 (três) excludentes da responsabilidade societária: de um lado, as excludentes do nexo de causalidade, no Código Civil, qual sejam o caso fortuito e a força maior; do outro lado, a excludente societária específica suscitada acima. Em que pese se discorde do posicionamento de Marcelo Adamek, deve-se ressaltar que o autor identifica no art. 156, § 6º, da LSA, uma hipótese de perdão judicial, e não uma hipótese específica de exclusão da responsabilidade societária (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 286, 287). Não obstante, a conclusão prática do autor é a mesma defendida pela doutrina majoritária: “A causa de justificação tem aplicação somente se o juiz se convencer de que o administrador agiu de boa-fé e visando o interesse da companhia. Atos dolosos ou negligentes, assim, parecem escapar do alcance da regra.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von., Op. cit., p. 287).

¹⁵¹ Sobre a origem na jurisprudência norte-americana do instituto, destaca-se: “O instituto teve sua origem no case *Otis & Co. vs. Pennsylvania R.R. Co.*, 61 F. Supp. 905 (D.C. Pa. 1945). [...] Trata-se de ação movida pela Otis & Co (‘Otis’) em face da Pennsylvania R.R. Co. (‘PRR’), de seus diretores e conselheiros e da Pennsylvania, Ohio e Detroit R.R. Co. (‘PO&D’).³¹ A ação fora movida porque a Otis acreditava ter sofrido prejuízo decorrente de falta de diligência dos administradores da PO & D e da PRR, uma vez que os administradores não conseguiram obter o “melhor preço possível” na venda de valores mobiliários da PO & D, o que fora aprovado pela PRR, que garantiu a operação. A corte federal, considerando que a PRR estava localizada na Pensilvânia e que a PO & D estava situada nos estados de Ohio e Michigan, entendeu por bem que a cada uma delas deveria ser aplicada a lei de seus respectivos estados. Assim, o Juiz Distrital Kalodner invocou, em relação à PRR, o disposto no ‘Business Corporations Law 1933, P.L. 364, art. IV, § 408, 15 P.S. § 2852 – 408’, o qual é em muito semelhante ao artigo 153 da nossa Lei de Sociedades por Ações: ‘Diretores e Administradores serão considerados partícipes de uma relação fiduciária com a companhia, e exercerão as funções de seus respectivos cargos fazendo uso da boa-fé e com a diligência, cuidado e habilidade que os homens normalmente prudentes exerceriam em circunstâncias similares em seus negócios pessoais’. Para embasar a aplicação da *business judgment rule* o Juiz Distrital aplica o precedente ‘49 N.Y.S.2d’, no qual se consignou que: ‘Quando os tribunais dizem que não irão interferir em questões de julgamento negócio, pressupõe-se que o julgamento – razoável diligência – tenha de fato sido exercido [pelos diretores e administradores]. Um diretor não pode fechar seus olhos para o que está acontecendo sob sua responsabilidade na condução dos negócios da corporação e aduzir que esteja exercendo ‘julgamento do negócio’.

juízo negocial)¹⁵², originado na jurisprudência dos tribunais estadunidenses, e popularizado em propostas da *American Bar Association* e do *American Law Institute*¹⁵³.

Essencialmente, esse instituto tem a finalidade de garantir a higidez do ato regular de gestão, proveniente de decisão calcada na informação, reflexão e desinteresse do administrador, passando a excluir a eventual responsabilidade deste quando se verificar uma decisão negocial alicerçada nesses três pressupostos¹⁵⁴. Esse instituto encontra ainda alicerce na necessidade de

Os Tribunais têm corretamente decidido dar aos diretores uma grande latitude na gestão dos assuntos de uma empresa desde que a ‘regra de julgamento do negócio’, que significa que um julgamento honesto, imparcial, tenha sido razoavelmente exercida por eles.” (BENSAL, Bruno Marques. A business judgment rule no direito brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 7, 2015, p. 116,117).

¹⁵² Sobre a aproximação do art. 159, §6º, da LSA ao *business judgment rule* norte-americano, destacam-se: BENSAL, Bruno Marques., Op. cit., p. 111-131; EIZIRIK, Nelson., Op. cit., p. 189, 190 (“No §6º, adotou-se, também entre nós, o princípio da *business judgment rule* — ‘regra da decisão empresarial’ —, consagrada no direito societário norte-americano. Nos Estados Unidos, embora não tenha sido positivada, tal regra foi desenvolvida pelos tribunais em reiteradas decisões judiciais.”); MORAES, Luiza Rangel de. Business Judgment Rule e sua aplicação no direito brasileiro e na apuração de responsabilidade dos administradores de companhias abertas em processos administrativos sancionadores. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 60, 2013, p. 134 (“No direito brasileiro, o fundamento para a aplicação da Business Judgment Rule encontra-se no § 6.º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações [...]”); HENTZ, Luiz Antonio Soares. Ação Social de Responsabilidade e Business Judgment Rule. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 68, 2015, p. 99-112; PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 55. Mariana Pardengler, no entanto, realiza um *distinguish* entre a criação jurisprudencial do instituto nos EUA e a recepção deste na legislação brasileira, reconhecendo ainda assim que o art. 159, §6º, da LSA seria a “*business judgment rule* tropicalizada”: “Se o fundamento teleológico é semelhante, é certo que a técnica jurídica empregada no art. 159, § 6.º, não se confunde com a da *business judgment rule* norte-americana, por diversas razões: (a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial; (b) a regra do art. 159, § 6.º, confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários; (c) a literalidade do art. 159, § 6.º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e (d) o art. 159, § 6.º, faz referência genérica a ‘administradores’, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*). As distinções acima apontadas não impedem, contudo, que se vislumbre no art. 159, § 6.º, o reconhecimento de uma *business judgment rule* devidamente tropicalizada.” (PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 56).

¹⁵³ Sobre a popularização da regra do julgamento negocial pela *American Bar Association* e pelo *American Law Institute*: “A regra da exclusão da responsabilidade tem por finalidade permitir que pessoas sérias e competentes aceitem o cargo de administrador e possam assumir os riscos inerentes a toda atividade empresarial, e foi inspirada, segundo alguns autores, na *business judgment rule* do direito norte-americano, originada na jurisprudência dos tribunais e difundida em propostas da *American Bar Association*, no *Model Business Corporation Act*, e do *American Law Institute*, nos *Principles of Corporation Governance*”. (CUEVA, R.V.B., Op. cit., p. 424).

¹⁵⁴ Nesse sentido, destacam-se as considerações do relator no Processo Administrativo Sancionador RJ 2005/1443, que é o PAS mais citado pela doutrina ao analisar a recepção do instituto pela CVM: “Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada ‘regra da decisão negocial’ (*business judgment rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão ex post pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra

garantir que o mérito das decisões empresariais regulares e refletidas não sejam revisitadas por órgãos reguladores ou pelo próprio Poder Judiciário¹⁵⁵.

da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*).”. Disponível: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 10 out. 2019. Carlos Eduardo Vergueiro, ao analisar a recepção do instituto, além do PAS descrito acima, destaca outras 4 (cinco) decisões colegiadas da CVM. Além disso, o autor destaca apenas um acórdão judicial sobre o instituto, que é o primeiro acórdão judicial que aborda o Seguro D&O na jurisprudência brasileira (Cf. nota de rodapé 26). Em relação aos julgados da CVM, destacam-se um compilado desses 4 (quatro) PAS: “(a) Processo Administrativo Sancionador 03/02 [...] No voto do relator, a *business judgment rule* foi apenas referida para dizer que estava introduzida na Lei 6.404/1976 como forma de se excluir a responsabilidade do administrador: ‘a Lei 6.404/1976, numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule*, permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o § 6.º do art. 159’. [...] (c) Processo Administrativo Sancionador 24/2006: o voto do relator, seguido pelos demais diretores presentes à sessão de julgamento, afirmou a relativa aplicabilidade da *business judgment rule* no Direito brasileiro, uma vez que o dever de diligência previsto no art. 153 seria mais amplo do que as situações a que se chega quando aplicada a *business judgment rule*. Em suas palavras, o relator afirmou: ‘Embora compreenda a busca do acusado pela proteção oferecida pela referida regra, penso que ela desconsidera não só características importantes do processo de evolução ou, melhor dizendo, de construção do dever de diligência no sistema norte-americano (onde surgiu a *business-judgment rule*), como também ignora certas particularidades do regime da responsabilidade dos administradores de companhias no Brasil. (...) O mesmo ocorre no Direito brasileiro. Veja-se que, conforme a sua formulação mais comum, e a despeito de possíveis críticas sobre a sua ‘tropicalização’, a *business-judgment rule* blinda as decisões negociais tomadas de maneira informada, desinteressada e refletida. No entanto, os autores nacionais que se debruçaram sobre o conteúdo do dever de diligência vislumbraram, no conceito aberto do art. 153, a presença de uma série de outros comportamentos, dentre os quais destaco, para os fins do presente processo, o dever de vigilância e o dever de investigar. Assim, fica clara a impropriedade da tentativa de equiparação, sem maiores cuidados, do padrão de comportamento da *business judgment rule* ao presente caso. Se não por outro motivo porque, ao proceder dessa maneira, ignora-se que o dever de diligência não se resume ao dever de tomar decisões negociais diligentes, envolvendo, também, toda uma dimensão voltada à supervisão das atividades da companhia, à qual não se aplicam os mesmos parâmetros (i.e., se se trata de decisões tomadas de maneira informada, refletida e desinteressada).’ Com base em outros argumentos não correlatos à *business judgment rule*, o acusado foi absolvido. (d) Processo Administrativo Sancionador 14/2005 o voto da então presidente da comissão foi no sentido de considerar a *business judgment rule* como forma de verificação de eventual quebra de deveres por parte de administradores. (e) Processo Administrativo Sancionador 9574/2008: O voto da relatora, que foi seguido pelos diretores presentes à sessão de julgamento, considerou a *business judgment rule* e a utilizou como critério de exame da conduta dos conselheiros de administração que aprovaram a emissão, conforme os seguintes trechos [...]. Dentre outros argumentos, a *business judgment rule* foi utilizada pelo relator, não havendo referências no voto de que teria sido utilizada pela defesa de forma explícita. O relator fez recurso à *business judgment rule* para afirmar a falta de diligência dos administradores [...]”.

¹⁵⁵ Nesse sentido: “Com efeito, a mesma discricionariedade que é deferida aos administradores públicos, deve caber aos administradores de sociedades. Somente se houver prova bastante que demonstre ter o administrador atuado de modo a quebrar os seus deveres fiduciários (boa-fé, diligência e lealdade), poderá haver a superação da *Business Judgment Rule*. Cumpre concluir, à luz do estudo da *Business Judgment Rule*, no direito brasileiro e no direito comparado, que não cabe aos julgadores e autoridades administrativas, para os efeitos de responsabilização de administradores de companhias, julgar o mérito de decisão empresarial, mesmo que dela tenha decorrido perda para a sociedade.” (MORAES, Luiza Rangel de., Op. cit., p. 144). E nesse mesmo sentido: “A regra do julgamento

A *business judgment rule* costuma ser definida como o primeiro “escudo” disponibilizado ao administrador¹⁵⁶. Esse escudo, decerto, não tutela o administrador desleal¹⁵⁷, que deve ser sujeito, como se defende no marco teórico desta pesquisa, a um regime de responsabilidade rígido. Não obstante, essa garantia aos administradores não se demonstra suficiente por razões práticas relacionadas à aplicação do instituto.

Inicialmente, constata-se que esse instituto não foi integralmente recepcionado à semelhança da aplicação deste no sistema norte-americano. A diligência do administrador, consubstanciada ao fim e ao cabo nos mesmos padrões da *business judgment rule* (cf. nota de rodapé 66), não representa um óbice insuperável na jurisprudência da CVM para afastar a responsabilização do administrador, servindo, no máximo, como uma possível atenuante na dosimetria da sanção¹⁵⁸.

do negócio tem por objetivo validar a discricionariedade presente nas decisões tomadas pelos administradores, evitando nova análise *ex post facto*.” (HENTZ, Luiz Antonio Soares., Op. cit., p. 99).

¹⁵⁶ Essa expressão, que alcunha a *business judgment rule* como um “escudo” ou “guarda-chuva” é retirada da obra de CARACCIO, L. William. *Void Ab Initio: Application Fraud as Grounds for Avoiding Directors’ and Officers’ Liability Insurance Coverage*. **California Law Review**, n. 929, 1986, p. 934-936. O autor, ainda, correlaciona recentes decisões que restringem o alcance da *business judgment rule* à época com a insuficiência do instituto, enquanto “escudo” da responsabilidade dos administradores, e com os custos e a disponibilidade das apólices D&O: “Corporate management decisions traditionally protected under the business judgment rule's umbrella are becoming increasingly vulnerable to outside attack. In *Smith v. Van Gorkom*, the Delaware Supreme Court last year bypassed the business judgment rule and imposed personal liability on the directors of Trans Union Corporation for approving a cash-out merger at a price that was forty-five percent higher than the last closing price of the company's stock. [...] In two subsequent decisions, the Delaware Supreme Court further tightened the business judgment rule in relation to corporate defensive measures taken in response to a takeover threat or to ward off future threats. In such situations, because the director's duty is ‘enhanced’ by the ‘omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interest, rather than those of the corporation and its shareholders,’ the Court has shifted the initial burden of proof of the reasonableness of the board's decision to the directors. The effect of these recent decisions on D&O claims is twofold. The tightening of the business judgment rule may increase not only a director's ultimate exposure to liability, but also his litigation expenses, as courts become less willing to resolve actions in favor of the directors at an early stage of the proceeding. Both liability exposure and litigation expenses, of course, directly impact the ultimate cost and availability of D&O coverage.”

¹⁵⁷ Nesse sentido: “Há consolidado posicionamento jurisprudencial no sentido de que a *business judgment rule* deve ceder diante da violação ao dever de lealdade. Sempre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação – o qual transfere aos administradores o ônus de provar que o negócio atende aos melhores interesses da companhia, observando um “processo justo” e um “preço justo”, sob pena de responsabilização.” (PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 53).

¹⁵⁸ Interessante notar, nesse sentido, a doutrina de Mariana Pargendler, que aduz considerações importantes sobre a recepção desse instituto na jurisprudência brasileira e a maior/menor rigidez no sistema de responsabilização dos administradores: “De tudo isso, percebe-se que a aplicação da *business judgment rule* à brasileira não representa óbice insuperável à responsabilização dos administradores pela CVM. Basta a violação ao dever de diligência – que, entre nós, é norma de natureza absolutamente cogente. A ausência de má-fé do administrador tem sido reputada irrelevante para a caracterização da violação ao dever fiduciário, muito embora sirva como critério atenuante na dosimetria da pena. Percebe-se, portanto, que as constantes referências à *business judgment rule* norte-americana nas decisões da CVM têm cunho precipuamente retórico, não importando a integral recepção do sistema de responsabilidade dos administradores vigente nos Estados Unidos. Seria prematuro, porém, concluir que o regime brasileiro é mais rigoroso que o norte-americano, sem a devida atenção a outros fatores contextuais. Como visto, a efetiva responsabilização dos administradores no Brasil tem se dado por via administrativa, mediante o exercício poder sancionador da CVM nos termos do arts. 9.º, V e VI, e 11 da Lei 6.385/1976, e não pela via da responsabilidade civil. Se a responsabilidade administrativa é, por um lado, mais severa, por prescindir

Na prática societária, o que se verifica é a vulnerabilidade do administrador, sujeito a diversas responsabilidades, no contexto da já abordada crise na responsabilidade civil (ocaso da culpa). O instituto, portanto, seria regularmente funcional apenas se não existissem aventuras jurídicas (demandas frívolas e infundadas)^{159,160} ou, ainda, se existisse um judiciário/órgão regulador com um padrão decisório claro, capaz de ser auferível *ex ante* ao cometimento do ato. Além disso, por operar numa lógica diferente em relação às garantias patrimoniais facultativas¹⁶¹, a *business judgment rule* não afastaria a necessidade e os gastos com o custeio de bons advogados, o que, diante de um grande dinamismo societário e de diversos tipos de responsabilidade, será um dispêndio relevante na proteção do administrador¹⁶² e no cálculo do risco patrimonial pessoal nas decisões empresariais¹⁶³.

Além disso, revela-se necessário observar a própria percepção dos administradores, que corrobora com a defendida insuficiência da *business judgment rule*. Em análise realizada pela

inclusive da existência de dano, por outro lado a responsabilidade civil pode ter consequências mais rigorosas, obrigando o autor do ato ilícito a responder, como regra, pela totalidade do dano causado. Nos precedentes referidos, as penalidades de multa impostas, embora não triviais, não se comparam à extensão dos prejuízos sofridos pelas companhias.” (PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 59).

¹⁵⁹ Nesse sentido, destaca-se: GOLDBERG, Ilan. Para que serve o contrato de seguro D&O para administradores? – parte II. **Consultor Jurídico**. 1º jul. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-jul-01/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro-parte-ii>. Acesso em 22 ago. 2019.

¹⁶⁰ Nesse sentido, destaca-se a importância do Seguro D&O diante de possíveis decisões juridicamente equivocadas do Poder Judiciário. Destaca-se: “O D&O também se mostra relevante em termos de governança corporativa. Como a responsabilização do administrador pode se dar em virtude de uma decisão equivocada – ainda que tomada com a devida diligência e em estrita observância à lei e ao contrato/estatuto social -, a contratação do seguro pela sociedade proporciona ao administrador a liberdade de atuar no melhor interesse da empresa.” (FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. Op. cit., p. 81);

¹⁶¹ Explicando a diferença das lógicas do instituto da *business judgment rule* e do Seguro D&O, destaca-se: “Comparativamente, o seguro D&O é mais amplo do que a *business judgment rule*, a começar pela cobertura para o adiantamento dos custos de defesa, o que inexistia naquela. Enquanto que o instituto tem por fim evitar a responsabilidade, o seguro D&O, uma vez alegada (e/ou comprovada) a responsabilidade, estará a postos para disponibilizar a garantia. Para além da cobertura uma vez restando demonstrada a responsabilidade, o seguro D&O também é eficaz até mesmo antes de sua caracterização, lembrando das ações judiciais/relações infundadas que implicam ônus aos administradores.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 266).

¹⁶² Nesse sentido: “Além disso, os administradores têm atribuições complexas e por vezes são surpreendidos com questionamentos infundados acerca de suas escolhas no exercício da gestão, o que os obriga a justificarem, na esfera administrativa ou judicial, a sua atuação, acarretando-lhes despesas de variadas naturezas.” (LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 74).

¹⁶³ Nesse sentido, em recente artigo analisando os planos corporativos de indenização nos Estados Unidos, Maria Elisabete Gomes Ramos conclui que é impensável a administração de uma sociedade empresarial sem uma garantia patrimonial, sobretudo diante da importância do dispêndio com os custos de defesa em uma tradição litigiosa no direito societário norte-americano: “**In such a legal environment, the position of director or officer is unthinkable without the existence of protection mechanisms aimed to preserve these executives’ entrepreneurial discretion, maintaining their capacity to innovate, try new solutions and take business risks. The director that fulfils this role with care and loyalty nevertheless continues to be substantially exposed to the risk of liability. Even when there are no grounds for the litigation (as, for example, in the so-called “strike suits” filed to extort a settlement that is favourable to the plaintiff), it is necessary to fund the defense, which can be very costly.** What is more, there is often great pressure on the director to accept a settlement, irrespective of the basis of the plaintiff’s claims.” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes. Corporate Indemnification Experiences in USA and Developments in Germany, Italy and Portugal. **European Company and Financial Law Review**, vol. 14, issue 4, p. 731).

PageExecutive (Pesquisa de remuneração para Presidentes e Diretores Executivos - 2019)¹⁶⁴, o Seguro D&O é historicamente apontado como um relevante diferencial na remuneração e na movimentação dos executivos nas sociedades empresariais¹⁶⁵. A pesquisa aponta, ainda, que 59% dos administradores entrevistados possuem essa cobertura securitária, destacando uma crescente relevância desse ramo em relação aos executivos estatutários.

Dessa maneira, diante da insuficiência prática da *business judgment rule*, deve-se também suscitar e analisar as garantias patrimoniais facultativas que, se não são suficientes para afastar a responsabilidade societária, possuem notável importância em todo o processo de responsabilização do administrador. Nesse contexto, analisar-se-á o mecanismo mais utilizado para segurar os administradores, o Seguro D&O; posteriormente, sobretudo diante do período de *hard market* nesse ramo securitário, passa a se apresentar a importância de uma segunda garantia patrimonial facultativa, o Contrato de Indenidade. Analisando-se o regime jurídico aplicável a ambos os instrumentos, essa pesquisa pode, ao fim, responder e cumprir com seu objetivo principal (mapear os arranjos institucionais formais que buscam arrefecer o risco moral societário decorrente da implementação desses dois tipos proteção patrimonial nas sociedades anônimas abertas).

2. GARANTIAS FACULTATIVAS: O SEGURO D&O E O CONTRATO DE INDENIDADE

Diante da já suscitada erosão dos filtros tradicionais de reparação, que deslocou o eixo funcional da responsabilidade civil à reparação da vítima¹⁶⁶ e que eliminou as barreiras

¹⁶⁴ Nesse sentido: “Ao longo das últimas pesquisas que realizamos, notamos a crescente relevância da cobertura do seguro Directors & Officers (D&O) para os executivos em regime estatutário, principalmente. A cobertura se torna um elevado diferencial na movimentação de executivos e, devido ao cenário político e econômico dos últimos 3 anos no país, uma prática para garantir a segurança da alta gestão.” (PAGE EXECUTIVE BRASIL. **Pesquisa de remuneração para Presidentes e Diretores Executivos**: 7ª Edição. 2019. Disponível em: https://www.michaelpage.com.br/sites/michaelpage.com.br/files/pesquisa_de_remuneracao_page_executive_2019.pdf. Acesso em: 23 nov. 2019).

¹⁶⁵ Nesse sentido, ainda nos EUA (berço da *business judgment rule*), há uma demasiada procura pelos Seguros D&O: “For all companies smaller than the Fortune 500, one of the first questions you can expect approaching a director candidate to ascertain her interest in serving on your board will be ‘tell me about your Directors’ and Officers’ (D&O) liability insurance’. Even for the largest corporate giants, where the candidate may assume that coverage is well considered and adequate, sooner-or-later, the discussion about (D&O) Insurance will be had.” (TRAUTMAN, Lawrence J.; ALTENBAUMER-PRICE, Kara., Op. cit., p. 3)

¹⁶⁶ TZIRULNIK, Ernesto et al. **O contrato de seguro de acordo com o novo Código Civil brasileiro**. 3. ed. São Paulo: Editora Roncarati, 2016, p. 205-208. Os autores, antes de aduzirem comentários sobre os artigos aplicáveis ao seguro de responsabilidade civil, introduzem as transformações radicais experimentadas pelos institutos jurídicos da responsabilidade. Trata-se de uma revolução que partiria da “pena privada perfeita” (vingança da vítima contra o ofensor), evoluiria para a “transação” entre vítima e ofendido (assume caráter patrimonial), parte para a ideia de “culpa” e da “responsabilidade subjetiva clássica”, depois para a “teoria do risco-proveito”, para então se desenvolver a ideia de uma “responsabilidade legal” ou “objetiva” e, posteriormente, para emergir hipóteses de “responsabilidade integral”. Nas palavras dos autores: “[...] enfim uma verdadeira e persistente

ideológicas que obstaculizavam a transferência do ônus econômico da reparação a um terceiro inocente¹⁶⁷, passar-se-á a analisar as garantias patrimoniais desenvolvidas para arrefecer o risco patrimonial dos administradores diante de atos de gestão.

Como já se ressaltou na introdução deste trabalho, serão analisadas duas dessas garantias, com o objetivo de investigar o regime jurídico aplicável a ambas para, ao fim e ao cabo, perquirir o objetivo central do presente estudo (mapear os arranjos formais que possam monitorar e arrefecer o risco moral dos administradores). Iniciamos o capítulo a seguir apresentando um breve histórico do desenvolvimento do Seguro D&O e dos Contratos de Indenidade no Brasil e no mundo, a partir de onde pretendemos inserir temporalmente a discussão do regime jurídico aplicável a ambos os instrumentos. Posteriormente, iniciaremos pelo regime jurídico do Seguro D&O, definindo os principais efeitos jurídicos deste contrato (causa; cf. nota de rodapé 10) e os aspectos relacionados à estruturação, à contratação, às coberturas e às exclusões. Em seguida, chegará o momento de analisar a redescoberta do Contrato de Indenidade, que passou a ser encarado como um instrumento efetivo e (em certos casos) desejável na proteção patrimonial do administrador. Ao fim, também se analisará os principais aspectos do regime jurídico desse contrato, com um destaque nas recentes recomendações da CVM no Parecer de Orientação n. 38, de 25 de setembro de 2018.

2.1 BREVE HISTÓRICO E DESENVOLVIMENTO DO SEGURO D&O E DOS CONTRATOS DE INDENIDADE

Há evidências que demonstram que o Seguro D&O teria surgido na Alemanha, supostamente tendo sido ofertado pela primeira vez em 1895. Não obstante, o seu desenvolvimento neste país, assim como de outras modalidades de seguros de responsabilidade civil, restou seriamente impossibilitado por proibição à época da legislação estatal, proibição essa que se fundava nas resistências ideológicas à transferência patrimonial do dano a um terceiro inocente (cf. nota de rodapé 166)¹⁶⁸.

revolução interna à teoria da responsabilidade civil que parte da vingança do ofendido contra o ofensor, passa pela subjetivação da culpa, por sua presunção, sempre buscando identificar um responsável e, com o passar do tempo, muda radicalmente seu alvo e busca não mais identificar o responsável, mas sim indenizar a vítima” (p. 206). O seguro de responsabilidade, segundo os autores, emerge como um reflexo da migração do direito de responsabilidade para o direito de solidariedade, transformando as finalidades, por conseguinte, da própria responsabilidade civil: “O declínio da importância da identificação do responsável para a responsabilidade civil e o crescente desenvolvimento do novo objeto de pesquisa (o como prover indenização à vítima), levaram a doutrina e os pretórios a identificar, sob diversos fundamentos, que a função social da responsabilidade civil compreendia tanto a garantia da correta apuração da responsabilidade, de interesse daquele a quem fosse imputada, quanto a garantia da solução indenizatória, de interesse das vítimas e da sociedade em geral.” (p. 207).

¹⁶⁷ SCHREIBER, Anderson., Op. cit., p. 230,231.

¹⁶⁸ LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 79.

Diante disso, resta uníssono na doutrina que o registro concreto dessa modalidade securitária remonta às apólices comercializadas pela *Lloyd's of London*, em 1930, em um contexto de alta litigiosidade entre acionistas/investidores e companhias/administradores (*director litigation risk*), após a Grande Depressão Econômica de 1929, nos EUA¹⁶⁹. Os efeitos dessa crise, advindos, sobretudo, da queda do Índice Dow Jones e da consequente quebra de inúmeras sociedades empresariais, irradiaram-se por toda a economia internacional¹⁷⁰. Das crises econômicas, assim como dos momentos de grandes fraudes e escândalos corporativos no mercado de capitais — momentos, por vezes, interligados, como o caso Sadia S.A. e o caso Aracruz (cf. nota de rodapé 118) —, emergem novas legislações¹⁷¹ capazes de tonar de tornar mais rígida a responsabilidade societária.

Em um contexto de recuperação econômica, à luz da política intervencionista do *New Deal*, editaram-se nos EUA a Lei de Valores Mobiliários de 1933 (*Securities Act*) e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários de 1937 (*Securities Exchange Act*). Em seguida, também foram promulgadas a Lei das Sociedades de Investimentos (*Investment Company Act*) e a Lei dos Corretores de Investimentos (*Investment Advisers Act*), com o escopo de garantir mais transparência e acessibilidade a informações financeiras e de minimizar as hipóteses de conflitos de interesse em operações complexas. Esse crescimento de legislações destinadas a garantir maior segurança aos investidores acabava por tornar mais rígida a responsabilidade dos administradores, o que deu origem propriamente a esse ramo securitário. Trata-se de um período tímido, no qual somente os administradores poderiam contratar as apólices, que eram demasiadamente caras, em um contexto ainda de desenvolvimento do próprio cálculo de risco (algoritmo da seguradora na determinação do prêmio da apólice a ser comercializada).¹⁷²

A *corporate indemnification* possui desenvolvimento histórico concomitante às apólices de D&O, afinal, ambos são “portos seguros” que transferem os encargos patrimoniais, no processo de responsabilização, a outros órgãos¹⁷³. A primeira previsão de uma *corporate indemnification* remonta também ao Reino Unido, na *Britain's Companies Clauses*

¹⁶⁹ FERNANDES, Jean Carlos; GUERRA, Ricardo Henrique e Silva., Op. cit., p. 116.

¹⁷⁰ LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p.

¹⁷¹ A experiência demonstra que toda crise econômica é sucedida por importantes alterações legislativas, tornando-a mais intervencionista ou mais flexível (desregulamentação), à luz da política econômica do governo em questão. A revogação de leis, que se dão pela edição de novas leis, também representam esse fenômeno.

¹⁷² LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 81; MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 68.

¹⁷³ Essa expressão é retirada da obra de Maria Elisabete Gomes Ramos, no subcapítulo no qual a autora traça o desenvolvimento histórico da *corporate indemnification* nos EUA: “The US system ringfences directors with various protection mechanisms, which either constitute “safe harbours” (for example, the business judgment rule) or remove/restrict civil liability or even transfer the financial charges of civil liability to other bodies (corporate indemnification and D&O Insurance).” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 733).

Consolidation, de 1845, que determinou que um diretor executando um contrato ou agindo em benefício da companhia não deveria ser responsabilizado e que este teria o direito de ser reembolsado pela companhia em todos os desembolsos (custos de defesa e indenização) decorrentes da execução dos poderes que lhe eram conferidos^{174,175}. Nos EUA, a longa tradição da *corporate indemnification* também remonta à depressão econômica, após a Quebra da Bolsa de Nova Iorque (1929), na qual comumente existiam companhias suportando os custos de defesa dos administradores. Não havia uma previsão legal se os administradores tinham o direito de ser reembolsados, sendo comum a aplicação na *common law* da teoria da agência (relação agente-principal) nessas questões¹⁷⁶.

Isso trouxe problemas ao instituto, sobretudo porque, pelos princípios da teoria da agência, os administradores não poderiam ser reembolsados em ações sociais derivadas (*securite claims*). Esse debate e o próprio desenvolvimento dos dois mecanismos analisados se encontram no célebre caso *New York Doc Co., Inc. v. McCollum* (1939). Isso porque, nesse caso, a Suprema Corte de Nova Iorque entendeu que seria vedado às corporações reembolsarem seus administradores por despesas judiciais decorrentes de ações judiciais propostas por acionistas em nome da companhia (*securite claims*), ainda que esses administradores tivessem obtido êxito em suas defesas (como propriamente aconteceu no caso outrora por ela analisado, no qual *McCollum* exigia o reembolso de US\$ 80 mil dólares por despesas judiciais que dispensou durante sua defesa na ação social derivada)¹⁷⁷.

¹⁷⁴ RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 734

¹⁷⁵ Companies Clauses Consolidation Act 1845. Section 100: Directors not to be personally liable. Indemnity of directors. "No director, by being party to or executing in his capacity of director any contract or other instrument on behalf of the company, or otherwise lawfully executing any of the powers given to the directors, shall be subject to be sued or prosecuted, either individually or collectively, by any person whomsoever; and the bodies or goods or lands of the directors shall not be liable to execution of any legal process by reason of any contract or other instrument so entered into, signed, or executed by them, or by reason of any other lawful act done by them in the execution of any of their powers as directors; and the directors, their heirs, executors, and administrators, shall be indemnified out of the capital of the company for all payments made or liability incurred in respect of any acts done by them, and for all losses, costs, and damages which they may incur in the execution of the powers granted to them; and the directors for the time being of the company may apply the existing funds and capital of the company for the purposes of such indemnity, and may, if necessary for that purpose, make calls of the capital remaining unpaid, if any." Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Vict/8-9/16/section/100>. Acesso em: 2 nov. 2019

¹⁷⁶ Nesse sentido: "The US has a long tradition, dating back to the Wall Street Crash of 1929, of director defense costs being supported by the corporation. 'The common law provided that directors held liable in derivative actions for breaching their duties to the corporation were not entitled to indemnification; yet a director successfully defended a derivative action, it was unclear whether or not a right to indemnification could arise under agency law'. In the absence of legal provisions for corporate indemnification, common law relating to agency and trusts was applied." (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 734).

¹⁷⁷ Nesse sentido: "The 1939 decision in *New York Doc Co., Inc. v. McCollum* is usually taken as the starting point for any discussion of indemnification of corporate directors and officers. The *McCollum* court took the narrow and surprising position that, as the corporation had received no benefit, it was not obligated to reimburse its directors for 480 thousand in legal costs they had incurred in the successful defense of a derivative suit." (BROOK. Hebert C.. *Directors' Indemnification and Liability Insurance*. **New York Law Forum**, vol. XXI. n. 1,

As consequências dessa decisão influenciaram rapidamente o desenvolvimento de ambas as garantias, uma vez que a ideia de terem que suportar elevados gastos com a defesa nos tribunais, ainda que se saíssem vitoriosos, provocava receio nos administradores¹⁷⁸. O julgado deixou claro que seria preciso legislar sobre a *corporate indemnification*. Em menos de dois anos, esse precedente fora superado em Nova Iorque, que passou a editar a primeira legislação sobre essa política de reembolso da companhia, fixando determinadas condições sob as quais as empresas poderiam oferecer facultativamente essa garantia, conforme as Seções 27ª e 61ª da New York General Corporation Law, em 1941. Posteriormente, diversos estados norte-americanos, influenciados pela iniciativa nova-iorquina, passaram a legislar sobre a *corporate indemnification*, com destaque para Delaware (1943), cuja previsão foi similarmente descrita na *Model Business Corporation Act* (MBCA), da *American Bar Association*, em 1950. Em 1975, por exemplo, somente Illinois e Idaho eram estados norte-americanos que não continham previsões específicas sobre o instituto.¹⁷⁹

Fato é que esse período foi caracterizado por uma forte consolidação da *corporate indemnification* na prática societária norte-americana¹⁸⁰, o que contrastava com a baixa procura pelas apólices D&Os (que, como ressaltado acima, eram caras e somente poderiam ser comercializadas diretamente com os administradores). Não obstante, o caráter meramente facultativo da *corporate indemnification* era entendido como insuficiente para a proteção dos administradores. Dessa maneira, a partir dos anos 60, novas soluções jurídicas foram perquiridas para recrudescer a proteção patrimonial do administrador¹⁸¹.

Nesse contexto de facultatividade e de diversas restrições nas legislações estaduais norte-americanas, o Seguro D&O passa a ser paulatinamente iluminado na prateleira das

1975, p. 2). Interessante ressaltar que os administradores invocaram os direitos reconhecidos aos curadores (*trustees*), uma vez que estes teriam na *common law* o direito de serem compensados pelas despesas de administração nas quais incorressem, mesmo que tais despesas decorressem de atos ilícitos, uma vez que trariam benefícios ao curatelado.

¹⁷⁸ Nesse sentido, para demonstrar que a decisão sobre a *corporate indemnification* também provocou alterações no mercado securitário: “However, interest in purchasing this type of insurance did not develop until 1939, when in *New York Dock Co. v. McCollum*, a New York State Supreme Court held that the corporation could not reimburse its directors even when they had in fact successfully defended against a shareholder derivative action. The idea that a corporation’s directors would be personally responsible for dollars spent defending them, even when they prevailed in court, was a wakeup call for many boardrooms.” LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

¹⁷⁹ BROOK. Hebert C., Op. cit., p. 3.

¹⁸⁰ Nesse sentido: “Corporate indemnification was gradually consolidated in the US company law, and its virtues were recognised as: a) facilitating the recruitment of abler people who, without mechanisms to protect their personal assets, would be reluctant to risk judicial scrutiny of their business decisions taken in good faith and in the interests of the company; b) granting the necessary means to effectively resist strike suits (also referred to as ‘strike suit’ or ‘hold up suit’).” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 736, 737).

¹⁸¹ RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 736.

garantias patrimoniais dos administradores¹⁸². Era um cenário pós-guerra, de crescimento e consolidação do mercado de capitais norte-americano, de aumento da confiança dos investidores e de muitas fusões e aquisições entre companhias norte-americanas¹⁸³, o que certamente concorreu com o aumento da litigiosidade contra os administradores dessas companhias abertas¹⁸⁴.

Em que pese o aumento na contratação do Seguro D&O na década 70, é preciso ressaltar os questionamentos doutrinários que este recebia. Havia objeções quanto às coberturas relacionadas a atos intencionais, imprudentes ou arbitrários e, também, em relação a atos aos quais a empresa não poderia reembolsá-los por meio do instituto da *corporate indemnification*. Na época (1969), a título de exemplo, o estado de Minnesota proibia a compra de apólices com coberturas mais amplas, entendidas como aquelas que não podiam também ser cobertas pela *corporate indemnification*.¹⁸⁵

Percebe-se, portanto, que nesse estágio de desenvolvimento, o Seguro D&O é considerado um mecanismo complementar e adicional à cobertura da *corporate indemnification*. Essas políticas de reembolso teriam a finalidade de compensar os executivos com os custos de defesa e indenizações em virtude da responsabilização pessoal por atos de gestão; do outro lado, as apólices D&O seriam contratadas apenas para que as companhias recuperassem os gastos com a *corporate indemnification* (em uma época na qual, como se ressaltou, só havia coberturas para as *sides a e b*)¹⁸⁶.

¹⁸² Maria Elisabete Ramos sugere três razões para o aumento do número de apólices de D&O, entre os anos de 1960 e 1970, nos EUA: (i) restrições à *corporate indemnification*; (ii) à publicidade das seguradoras e, também, (iii) a possíveis inadequações de outras formas de seguro corporativo. (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 742). Na década de 70, a autora afirma que esse mercado securitário floresce em virtude, sobretudo, dos litígios desencadeados pela recessão do período.

¹⁸³ MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 69.

¹⁸⁴ “De início, este seguro não teve êxito nem expansão assinalável no mercado. Só nos anos sessenta e setenta no século XX o *D&O Insurance* veio a ter um acréscimo da procura em consequência de um aumento da litigiosidade contra os administradores.” (VASCONCELOS, Pedro Pais de. **D&O Insurance**: o seguro de responsabilidade civil dos administradores e outros dirigentes da sociedade anônima – Edição Digital. Lisboa: Almedina. 2007, p. 13).

¹⁸⁵ BROOK. Hebert C., Op. cit., p. 26-28. Nesta obra o autor apenas apresenta essas objeções, bem como a legislação nos estados americanos, em uma obra publicada em 1975. No entanto, manifesta-se contra todas elas, defendendo a possibilidade legal de um Seguro D&O com coberturas mais amplas que a *corporate indemnification*. Em síntese, afirma que essas objeções se tornaram raras nas legislações norte-americanas (o próprio estado de Minnesota à época já seria uma exceção dentro de legislações mais restritivas às apólices de D&O). O autor apresenta, nesse sentido, algumas razões principais: (i) o Seguro D&O e a *corporate indemnification* não seriam incompatíveis (e sim faces da mesma moeda); (ii) assim como a *corporate indemnification*, o Seguro D&O seria um instrumento para atrair profissionais qualificados; e (iii) apesar de a SEC não permitir o registro de *corporate indemnification* para cobrir toda e qualquer responsabilidade, a SEC, nesse contexto, não se oporia à compra do Seguro D&O pela companhia, em benefícios dos seus diretores.

¹⁸⁶ BROOK. Hebert C., Op. cit., p. 27. O autor afirma expressamente que o Seguro D&O seria complementar à *corporate indemnification* (“[...] since it [D&O Insurance] simply supplements the protection afforded directors by indemnification.”). Há concepções já atuais, na doutrina americana, que também consideram o Seguro D&O como uma cobertura adicional, destinada àquelas situações nas quais não haveria a cobertura pela *corporate*

O movimento legislativo, a partir da década de 1970, sepultou parte dos questionamentos doutrinários relacionados ao D&O *Insurance*¹⁸⁷: a maioria dos sistemas jurídicos estaduais norte-americanos passaram a regular e permitir expressamente, *eg.*, que as empresas paguem os prêmios às seguradoras, algo que como se viu não era permitido outrora¹⁸⁸. Atualmente, por exemplo, uma das fontes mais importantes sobre direito corporativo norte-americano, o *Model Business Corporation Act*¹⁸⁹, permite que as companhias contratem apólices de D&O aos administradores independentemente se os fatos cobertos por estas não

indemnification (*side a* independente; *side a*), sendo por isso considerado menos restritivo, ou para a empresa recuperar os gastos com esse desembolso (geralmente se contratando a *side a* e a *side b* na mesma apólice): “Both D&O insurance and corporate indemnification provide important layers of protection to a company’s directors and officers for legal liability arising from their professional activities on behalf of the company. **Indemnification refers to the process by which companies agree to compensate executives for the costs of defense and/or settling lawsuits brought against them personally as a result of their service for the firm. Companies purchase D&O insurance to recoup these indemnification costs, or to provide protection when indemnification does not apply.** [...] For directors and officers, D&O insurance can provide an additional layer of protection in two scenarios. First, indemnification is only effective if the corporation is sufficiently solvent to cover the executives’ costs. If the company is insolvent, D&O insurance is the only available source of protection for directors and officers (Core, 1997; Boyer, 2005). Second, subject to corporate bylaws, a corporation can indemnify directors and officers for damages, settlement amounts, and legal expenses only if the directors and officers have acted in good faith and in the best interests of the corporation. In contrast, the most typical exclusions from D&O insurance coverage are suits based on deliberate fraud and illegal profit. As Black, Cheffins, and Klausner (2006, p. 1086) point out, ‘... the deliberate fraud and personal profit exclusions are considerably narrower than the good faith limitation on indemnification since the exclusions contemplate some form of actual dishonesty, whereas the good faith standard will be breached if there has been a ‘conscious disregard for one’s responsibilities.’ **Therefore, D&O insurance typically provides less restrictive protections for directors and officers than corporate indemnification does.** Despite these subtle differences, in practice the business judgment rule sets a relatively high hurdle for proving breach of fiduciary duty and the risk of insolvency for many listed firms is not high. Therefore, whether D&O insurance exerts an impact on corporate decisions remains an empirical question that we explore in this study.” (LIN, Chen; OFFICER, Micah S.; ZOU, Hong. Directors’ and officers’ liability insurance and acquisition outcomes. *Journal of Financial Economics*, vol. 102, 2011, p. 507-508).

¹⁸⁷ Nesse sentido: “D&O liability insurance coverage evolved from basic corporate liability policies but was not commonly purchased by U.S. corporations until the early- to mid-1960s. Although it was initially unclear whether corporations would be legally permitted to insure directors and officers against losses that the corporation could not legally indemnify, the question was settled when state legislatures enacted statutes expressly permitting D&O insurance regardless of whether the loss was one that the corporation itself could indemnify.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J. Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors’ and Officers’ Liability Insurance Market. *Chicago Law Review*, vol. 74, p. 498. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909346. Acesso em: 2 nov. 2019).

¹⁸⁸ Nesse sentido: “the legislative movement that expressly allowed companies to pay the insurance premium contributed to the expansion of the insurance. From the end of the 1970s, the laws of the states of New York, Delaware and California were changed to enable companies to take out D&O Insurance. [...] **At present, most American state legal systems include norms that regulate this insurance1. The PCG (Section 7.20) and the MBCA (§ 8.57) also allow the company to contract D&O Insurance for its directors, whether or not the facts covered by the insurance may or not be the object of corporate indemnification.**” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., *Op. cit.*, p. 744)

¹⁸⁹ MBCA, Section 8.57. Insurance: “A corporation may purchase and maintain insurance on behalf of an individual who is a director or officer of the corporation, or who, while a director or officer of the corporation, serves at the corporation’s request as a director, officer, partner, trustee, employee, or agent of another domestic or foreign corporation, partnership, joint venture, trust, employee benefit plan, or other entity, against liability asserted against or incurred by him in that capacity or arising from his status as a director or officer, whether or not the corporation would have power to indemnify or advance expenses to him against the same liability under this subchapter.”. Disponível em: http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347_large.pdf. Acesso em: 2 nov. 2019.

sejam objetivo de uma cobertura pela *corporate indemnification*. Essa deferência legislativa ao instituto, bem como o amadurecimento das seguradoras quanto ao cálculo do risco nesse ramo securitário, permitiram o crescimento no número de apólices comercializadas.

Nesse período, destaco dois marcos judiciais que possibilitam o contínuo recrudescimento desse mercado securitário, que passa a angariar cada vez mais importância em face da *corporate indemnification*. O primeiro deles é o caso *Escott v. Chris Construction Corporation*, 283F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1976), no qual a Corte Distrital de Nova Iorque condenou pessoalmente os diretores internos e externos ao pagamento das despesas judiciais (indenização e custos de honorários), sem direito ao benefício da *corporate indemnification*, em decorrência das condutas que provocaram a falência da sociedade¹⁹⁰. Além disso, destaco, novamente, o célebre caso *Smith v. Van Gorkom*, abordado neste trabalho para (i) descrever os parâmetros dos deveres de diligência dos administradores (cf. nota de rodapé 116), para (ii) descrever o *standard* do dever de se informar nas companhias empresariais e também para (iii) suscitar a insuficiência da *business judgment rule* (cf. nota de rodapé 156). Neste caso, a Suprema Corte de Delaware condenou os administradores da *Trans Union Corporation* em face da ação proposta por seus acionistas, sob o fundamento de grave negligência (no caso, violação ao dever de se informar e ao dever de divulgar informações relevantes e completas aos acionistas), diante da decisão de o Conselho de Administração, confiando nos dados apresentados pelo CEO *Jerome Van Gorkom*, ter aprovado uma fusão em um valor substancialmente acima do valor de mercado da outra companhia¹⁹¹.

¹⁹⁰ MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 71.

¹⁹¹ Nesse sentido, destaco o sumário analítico de análise do caso realizado pela LexisNexis. A regra a ser verificada no suporte fático do caso concreto seria aquela relacionada ao cumprimento da *business judgment rule* na decisão empresarial do Conselho de Administração, reputada como desinformada pelos acionistas (autores): “**RULE:** The business judgment rule 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. Thus, the party attacking a board decision as uninformed must rebut the presumption that its business judgment was an informed one.”. Os acionistas perderam o caso na Court of Chancery, que entendeu que os conselheiros teriam cumprido a regra da decisão negocial informada: “**FACTS:** In a class action against defendant Trans Union Corporation (‘Trans Union’) and its board of directors, plaintiffs, who are shareholders of Trans Union, claimed that the approval of the cash-out merger of their corporation violated Del. Code Ann. tit. 8, § 251, and did not warrant business judgment rule protection. It appeared that Trans Union, though generating hundreds of millions annually, has difficulty offsetting large investment tax credits (ITCs), thus, Trans Union pursued a program of acquiring small companies to increase taxable income that may offset the ITCs. Thus, a cash-out merger was entered between Trans Union and New T Company (‘New T’), a wholly-owned subsidiary of the defendant, Marmon Group, Inc. (‘Marmon’). The merger was largely due to the efforts exerted by Defendant Jerome W. Van Gorkom, Chairman and CEO of Trans Union, who struck the deal with Jay A. Pritzker, a known corporate takeover specialist and owner of Marmon and its subsidiaries. Van Gorkom successfully convinced the board of the \$55 price per share cash-out merger. The price was merely assumed by Van Gorkom and is not supported by any valuation information. Following trial, the former Chancellor granted judgment for the defendant directors. Judgment was based on two findings: (1) that the Board of Directors had acted in an informed manner so as to be entitled to protection of the business judgment rule in approving the cash-out merger; and (2) that the shareholder vote approving the merger should not be set aside because the stockholders had been “fairly informed”

Como já se ressaltou na doutrina transcrita na nota de rodapé 156, o caso, além de demonstrar a insuficiência prática da *business judgment rule* — vez que os administradores passaram a perceber os riscos decorrentes da imprevisibilidade do escrutínio judicial sobre a aplicabilidade do instituto —, também aprofundou a percepção da importância do Seguro D&O, pressionando a demanda por esse mecanismo nos EUA¹⁹². Isto porque os administradores foram pessoalmente responsabilizados a arcar com a indenização de US\$ 23,5 milhões, dos quais somente cerca de US\$ 10 milhões foram cobertos pela apólice de seguro.¹⁹³

Na década de 1980, as seguradoras passaram comumente a comercializar as duas modalidades até então disponíveis em uma única “seguro-produto” (*side a e b*), sendo estas adquiridas por quase toda companhia aberta nos EUA¹⁹⁴. Ressalta-se, no entanto, que nessa época de desenvolvimento no mercado americano, a *corporate indemnification* ainda assumia papel preponderante, sobretudo com a inclusão da “cláusula de presunção de capacidade de pagamento a título de reembolso pela companhia”. A partir dessa cláusula, estabeleceu-se como obrigação que as empresas se valessem primeiramente da *side b* (reembolso da seguradora à companhia pelos dispêndios com a indenização e custos de defesa com os administradores): a *side a* (desembolso da seguradora diretamente ao administrador) seria destinada apenas em

by the Board of Directors before voting thereon. The plaintiffs appeal.” A questão que se colocava então à Suprema Corte de Delaware: “**ISSUE:** Were the rulings of the Court of Chancery correct?”. A conclusão: “**ANSWER:** No. **CONCLUSION:** The Court here concluded that both rulings of the Court of Chancery are clearly erroneous. The Board’s decision to approve the proposed cash-out merger was not the product of an informed business judgment since they based their decision on one Van Gorkom’s representations, which did not constitute a report on which they could reasonably rely under Del. Code Ann. tit. 8, § 141(e), and that they did not seek documentation of either the merger terms or the adequacy of the proposed price per share. The court also found defendant directors were grossly negligent in permitting the agreement to be amended in a way they had not authorized. Finally, the directors of Trans Union breached their fiduciary duty to their stockholders (1) by their failure to inform themselves of all information reasonably available to them and relevant to their decision to recommend the cash-out merger; and (2) by their failure to disclose all material information such as a reasonable stockholder would consider important in deciding whether to approve the Pritzker offer. the court found that the stockholders’ vote did not ratify the action, because the stockholders weren’t aware of the lack of valuation information, and because defendant directors’ statements were misleading.” Disponível em: <https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-smith-v-van-gorkom>. Acesso em 03 nov. 2019.

¹⁹² Nesse sentido, expondo algumas das dificuldades nesse ramo securitário após *Smith v. Van Gorkom*: “As a result of both the “Trans Union” and “Basic” cases, along with the stock market crash in 1987, the D&O insurance market had challenging results and a lack of reinsurance capacity.” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

¹⁹³ MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 71.

¹⁹⁴ Nesse sentido: “By the early 1970s roughly 70% of public companies were buying D&O. [...] The 1980s was a turbulent time for the D&O marketplace. By this time, almost all publicly traded companies purchased D&O insurance. In the early eighties, the economy was still suffering an economic hangover from the previous decade. As the economy picked up steam in the mid-1980s, mergers and acquisitions were commonplace across industries. There was an influx of D&O claims from both bankruptcies in the early eighties, as well as from mergers and acquisitions in the late-1980s. In addition to the increase in claims activity, both the average cost of paid claims and the average cost of defense expenses increased by 50% and 35% respectively.” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

hipóteses de impossibilidade do uso da primeira (eg., insolvência da companhia ou, ainda, diante das *securities claims*)¹⁹⁵.

Verifica-se, portanto, que as seguradoras à época gostariam de evitar artifícios da companhia tomadora, fazendo com que ela não se omitisse em acionar a *corporate indemnification*, ainda entendida, portanto, como uma garantia primária na proteção dos administradores. Nesse mesmo intuito, por exemplo, as seguradoras também passaram expressamente a excluir a cobertura *side b* nos casos em que a companhia (beneficiada diretamente por esta cobertura) ajuizasse ação contra os administradores para responsabilizá-los pelas *poor business decisions*.^{196,197}

Na década seguinte, outro julgado passou novamente a impactar o desenvolvimento desse instituto, que foi o caso *Nordstrom, Inc v. Chubb & Son, Inc.*, 54 F.3d 1424 (9th Cir. 1995). Esse caso foi responsável pela inserção da cobertura *side c* no mercado norte-americano, uma vez que se entendeu que a sociedade condenada solidariamente com os administradores seria também beneficiada pelas coberturas contratadas outrora (*side a e b*)¹⁹⁸. Inicialmente, as seguradoras passaram a oferecer a cobertura à companhia por qualquer litígio decorrentes de ofertas de valores mobiliários (seja no mercado primário seja no secundário). Posteriormente,

¹⁹⁵ MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 71.

¹⁹⁶ Ibid., p. 72

¹⁹⁷ Kevin LaCroix ressalta, por exemplo, um caso que descreve uma prática colusiva à época entre administradores e a companhia tomadora que justifica essas novas exclusões e essa cláusulas de obrigatoriedade da *side b*: “An example of such a supposed ‘collusive’ suit was when Bank of America sued six of its officers for millions of dollars in damages in *Bank of America v. Powers*. Bank of America blamed its directors and officers for their alleged bad decisions related to their mortgage-backed securities practice, and sought D&O insurance coverage for the claims. Although the case ultimately settled, the insurer argued that the D&O policy did not provide coverage because Bank of America had registered its claims in an effort to negate its capital losses by suing its own directors and officers in order to gain access to their insurance coverage.” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

¹⁹⁸ Para mais detalhes do caso e das consequências destas no mercado securitário: “The underlying suit was the result of an alleged fraudulent concealment from investors of a companywide Nordstrom policy to have employees work ‘off the clock’. Following an investigation, Nordstrom was found to be in violation of wage laws and the next day, Nordstrom’s stock fell 10%. The primary complaint was brought under section 10(b)(5) of the 1934 Exchange Act alleging fraud and deceit. In April 1991, a settlement of \$7.5 million was reached between the parties, and in May 1991, Chubb agreed that the settlement was reasonable. However, Chubb only agreed to fund half the settlement because it contended that the uninsured corporate entity was partially responsible for the loss. The controlling language in Nordstrom’s D&O policy stated ‘...pay on behalf of the Insured Organization all Loss (emphasis added) for which the Insured Organization grants indemnification for each Insured Person...’ Nordstrom contended that based on this language, they should be indemnified for the full amount that they had become legally obligated to pay. **The ultimate outcome of the Nordstrom decision was two-fold: 1) that, barring a formula for allocation in the controlling D&O policy, defendants could not rely on ‘larger benefit’ or ‘reasonably related’ as an allocation basis, and 2) insurers began to introduce Entity coverage in D&O policies, commonly known as Side C. The outcome of Nordstrom v. Chubb compelled D&O insurers to address the issue of the uninsured entities effectively covered in joint settlement scenarios. By explicitly providing coverage for the formerly uninsured entity, insurers could expressly charge for the coverage that they were surreptitiously providing to the uninsured entity, as well as bypass the allocation concerns that were raised by the Nordstrom decision. The solution was to provide Side C coverage.**” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit., grifo meu).

a cobertura veio a se desenvolver e passou a ser limitada a um ato entendido como um “*corporate act*” (erro, omissão, declaração enganosa, negligência ou violação ao dever da companhia decorrente de alguma *Securities Law Violation*)¹⁹⁹. Essa cobertura atualmente é conhecida como *side c* ou *entity coverage*, restando largamente adotada pelas sociedades empresariais norte-americanas (adotada por 30% da corporação em 1996, saltou para aproximadamente 90% das companhias em 2001²⁰⁰).

A introdução da *entity coverage* trouxe diversos problemas a esse ramo securitário, emergindo preocupações dos administradores quanto ao limite global das apólices e aos questionamentos doutrinários sobre a extensão da *severability clause*. Nas hipóteses de submissão de informações falsas por parte da companhia, o conhecimento dessa falsidade por parte de alguns diretores poderia provocar a invalidade da *entity coverage* e da cobertura aos demais administradores?²⁰¹ Fato é, entretanto, que a década de 1990 representou época de florescimento e amadurecimento do ramo D&O, momento também no qual houve, por exemplo, o desenvolvimento da *side d*, destinada ao custeio das despesas com investigações relacionadas a inquéritos e ações propostas por acionistas/investidores em desfavor dos administradores^{202,203}.

Há ainda outros fatores que, a partir de 1990, passaram a influenciar o desenvolvimento desse ramo securitário nos EUA: (i) a aprovação *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, com o escopo de limitar e dificultar o prosseguimento de ações judiciais frívolas no mercado de valores mobiliários; (ii) os escândalos contábeis protagonizados pela *Enron* e a *Wordcom* (cf. nota de rodapé 125) e a consequente edição da *Sarbanes Oxley Act*, em 2002;

¹⁹⁹ LACROIX, Kevin M.. Op. cit.

²⁰⁰ BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' and Officers' Liability Insurance Market. *Chicago Law Review*, vol. 74, p. 487-544, 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909346. Acesso em: 2 nov. 2019.

²⁰¹ Nesse sentido: “Severability issues were also raised from the introduction of Entity coverage. The issue is that the mis-representation of one director may void coverage of other non-culpable directors. If the knowledge of one director making a false statement cannot be attributed to another director, the severability clause easily functions. **However, with the introduction of Entity coverage, the question arose as to whose knowledge was to be attributed to the company for the purposes of Entity coverage? This issue required the delineation of whose knowledge would also count towards the greater ‘knowledge’ of the company when the Entity submitted statements that contain false information.** Frequently, this issue is related to the knowledge of the senior management team versus outside independent directors. Without this delineation, it would be possible for Entity coverage to be voided alongside the coverage of the culpable directors and officers, leaving the Entity, non-culpable directors and officers, and independent directors with either no coverage or reduced limits of protection.” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

²⁰² MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 73.

²⁰³ Nesse sentido: “The 1990s was a very active period for developing legislation, case law and enhancing coverage and terms in D&O insurance policies. Insurance companies became increasingly attracted to the D&O marketplace. The increase in D&O capacity logically led to broader terms and cheaper prices in the late 1990s. Premium rates were reduced approximately 50% from 1996 to 2001.” (LACROIX, Kevin M.. Op. cit.).

(iii) a exposição das seguradoras do D&O à crise econômica dos *subprimes* em 2008, ante a falência e crise em diversos setores; (iii) as reformas legislativas, pós-crise de 2008, buscando corrigir distorções regulatórias e evitar novas crises sistêmicas, que passaram a proporcionar uma maior higidez e proteção aos acionistas/investidores no mercado de capitais (eg., *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em 2010; e *Jumpstart Our Business Startups Act*, em 2012)²⁰⁴.

Não obstante, não está na pretensão deste trabalho aprofundar o desenvolvimento do Seguro D&O no mercado norte-americano. As considerações anteriores, que relevam o desenvolvimento desse ramo nos EUA até a década de 1990, são necessárias por dois motivos: primeiro para possibilitar uma avaliação comparativa, entre o atual nível de amadurecimento desse ramo nos EUA e no Brasil; segundo porque somente a partir de 1990 há registros da introdução desse ramo securitário no Brasil. A partir desse período, portanto, podemos direcionar nossa atenção ao histórico e ao desenvolvimento do Seguro D&O e da *corporate indemnification* no Brasil.

2.1.1 HISTÓRICO E DESENVOLVIMENTO DO SEGURO D&O E DOS CONTRATOS DE INDENIDADE NO BRASIL

2.1.1.1. DIGRESSÃO METODOLÓGICA IMPORTANTE

Antes de adentrar às especificidades do desenvolvimento de ambas as garantias patrimoniais dos administradores, cabe esclarecer e alertar ao leitor (novamente) as pretensões da presente monografia. Não se propõe uma análise comparativa, enquanto método de pesquisa, entre esses institutos no Brasil em relação a qualquer outro país. A pretensão é eminentemente descritiva: qual é o atual estado da arte do desenvolvimento desses institutos?; há arranjos formais que julgamos que possam monitorar e arrefecer, de forma eficiente e efetiva, o risco moral societário decorrente da adoção desses instrumentos?. Trata-se, portanto, de uma análise eminentemente endógena.

A breve contextualização do desenvolvimento desses institutos nos EUA se circunscreve apenas à pretensão de inserir esses institutos em uma perspectiva histórica. Em uma economia de mercado, cada vez mais interligada, os sistemas jurídicos e econômicos tendem a se comunicar, o que nos alerta quanto à falta de tecnicidade científica de transplantes acrílicos entre institutos de jurisdições e contextos socioeconômicos diferentes. Eventual pesquisa comparativa requer um grande esforço metodológico e contextual, apresentado

²⁰⁴ LACROIX, Kevin M.. Op. cit.; MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 73-74.

normalmente sob a forma de inferências indutivas (generalização indutiva e especificação indutiva)²⁰⁵, o que certamente foge das pretensões do presente trabalho e das limitações de uma monografia.

O direito societário brasileiro e norte-americano apresentam diferenciais e alicerces bastante dissonantes. Alguns deles saltam aos olhos, gerando consequências, inclusive, no regime de responsabilização dos administradores. O controle societário brasileiro, por exemplo, é extremamente concentrado quando comparado ao norte-americano (cf. nota de rodapé 38), o que gera diferenças quanto à aplicação de institutos, como a *business judgment rule*, e quanto à suposta necessidade de presunção de imparcialidade dos administradores da companhia em relação aos acionistas controladores²⁰⁶.

Além disso, destaca-se a diferença entre a rigidez do direito procedimental brasileiro *vis à vis* a rigidez do direito material norte-americano para fins de responsabilização dos administradores. Isto é, por um lado, o acionista brasileiro encontra diversos óbices procedimentais para se perquirir a responsabilização dos administradores (seja em relação ao aspecto probatório, seja em relação às ações disponíveis para tal), enquanto o direito norte-americano possui vantagens procedimentais para o acionista e investidor perquirirem essa responsabilização; por outro, o administrador brasileiro está sujeito a padrões mais exigentes

²⁰⁵ Nesse sentido, em uma análise das aspirações do paradigma do engajamento comparativo, Pedro Felipe dos Santos critica o transplante acrítico de institutos constitucionais diante do recrudescimento do direito constitucional comparado: “Primeiro, o exercício comparativo é eminentemente metodológico. Segundo, a principal metodologia do exercício comparativo é o contexto. Tão importante quanto o cotejo comparativo em si é a metodologia adotada nesse empreendimento. A metodologia no direito comparado é a chave da eficácia argumentativa da referência a julgados alienígenas. Estruturas institucionais satisfatoriamente acomodadas em determinados contextos podem gerar consequências indesejadas se transplantadas acriticamente para outros países. Em suma, engajamento comparativo pressupõe engajamento contextual. [...] O engajamento comparativo é normalmente apresentado sob a forma de inferência indutiva. Trata-se de modalidade lógica pela qual a condição de verdade das premissas, embora não garanta integralmente a verdade da conclusão, baliza a crença na verdade da conclusão em certo grau de probabilidade. São duas as formas de inferência indutiva: a generalização indutiva e a especificação indutiva.” (SANTOS, Pedro Felipe de Oliveira. O futuro da jurisdição constitucional: as aspirações do constitucionalismo global no paradigma do engajamento comparativo. **Revista do Tribunal Regional Federal da Primeira Região (TRF1)**, vol. 30, n. 1/2 jan/fev, 2018, p. 34). Entendo que esse alerta metodológico também se aplica, por óbvio, às pesquisas que se utilizam da metodologia comparada no Direito Comercial.

²⁰⁶ Cf. nota de rodapé 156. Além disso, Maria Pargendler afirma que a diferença do controle acionário entre os EUA e o Brasil levaria à necessidade de aplicações diferentes da *business judgment rule*: “[...] quando o controle acionário é concentrado, com a presença de um acionista controlador que domine as assembleias gerais, perde força a confiança depositada nas forças de mercado para combater os abusos por parte dos administradores. Como alerta Carlos Klein Zanini, ‘a eleição dos administradores pode ser, e seguidamente o é, decidida pelos controladores em oposição à vontade dos sócios minoritários, que neste caso, ficariam à mercê os controladores e dos administradores por eles eleitos’. Na feliz metáfora da corte de Delaware, a presença de um acionista controlador equivale à de um ‘800-pound gorilla’, expressão idiomática inglesa que denota um ser tão poderoso como incontrolável. No contexto de controle concentrado predominante no Brasil, portanto, a aplicação da *business judgment rule* há de ser necessariamente mais restrita, pois a imparcialidade dos administradores que lhe serve de substrato não pode ser presumida.” (PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 57)

de deveres fiduciários em relação ao administrador norte-americano²⁰⁷, “compensando-se” as dificuldades procedimentais. Essa diferença nos incentivos à litigiosidade contra os administradores (*director litigation risk*²⁰⁸) pode explicar, por exemplo, o desenvolvimento e consolidação da *corporate indemnification* nos Estados Unidos desde o século passado²⁰⁹, contrastando com o que julgamos ser uma recente tipificação social desse instrumento no Brasil.

Portanto, discorrer sobre o desenvolvimento desses institutos nos EUA possui mera pretensão histórica e descritiva, sobretudo para que se possa ressaltar as características próprias do desenvolvimento desses arranjos contratuais no Brasil. Não se busca defender qualquer tipo de transplante acríptico de soluções norte-americanas aos problemas nacionais.

²⁰⁷ Nesse sentido: “[...] à rigidez do direito substantivo norte-americano correspondem vantagens do ponto de vista procedimental. Diferentes mecanismos jurídicos – que variam desde a ausência de honorários de sucumbência ao poderoso sistema probatório de *discovery*, o qual permite a produção de informações detalhadas sobre o processo interno de deliberação dos órgãos de administração – incentivam sobremaneira propositura das chamadas *derivative actions* para a responsabilização dos administradores. Na Europa continental, como no Brasil, ainda que os standards de direito material para a responsabilização dos administradores sejam mais exigentes do que nos Estados Unidos, as ações de responsabilidade destinadas a aplicá-los, em contrapartida, são bem mais rarefeitas.” (PARGENDLER, Mariana., Op. cit., p. 57).

²⁰⁸ DONELSON, Dain C.; TORI, Elizabeth; YUST, Christopher G.. **Director Litigation Risk**. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/f1a5/8f4c5c5a72be91541a14f5c84c5d8b4bec16.pdf>. Acesso em 10 nov. 2019. Essa obra define o *director litigation risk* seria dividido nos custos *ex ante* e *ex post*. A obra avalia o impacto da *Investors Bancorp* case no *director litigation risk* e no *valuation* das firmas pelos investidores: “We use the exogenous shock to director litigation risk resulting from the Investors Bancorp ruling by the Delaware Supreme Court, which increased director litigation risk, to answer this question. We find that increases to director litigation risk decrease firm value. We also find significant labor market consequences to directors and boards from Investors Bancorp. Specifically, we find firms add new members to their compensation committee and these members are more qualified, decrease both equity-based and total director compensation and reduce the extent of director insider trading. Results for our analyses are generally stronger for the firms most expected to be affected by the ruling. Because the Delaware Supreme Court appears to have revised the legal standard in Investors Bancorp to protect investors, our findings suggest that there may have been unintended consequences from this ruling. Moreover, coupled with prior research that decreases to director and officer litigation risk also lowers firm value, these findings support the view that firms on average choose the optimal governance structures to support their objectives based on their own unique firm characteristics (see Gillan et al. 2011). Thus, any exogenous changes to the litigation risk of the firms’ directors may result in suboptimal outcomes for firm value and investors.”

²⁰⁹ Nesse sentido, ainda sobre as facilidades procedimentais do litígio entre acionistas e administradores nos EUA: “In the US, from the legal perspective, director liability is facilitated by various procedural instruments. These include: a) generous rules concerning shareholders’ legitimacy for holding directors accountable (shareholders’ legitimacy is not necessarily indexed to the value of their participation); b) a variety of legal mechanisms designed to enforce directors’ accountability (e.g. shareholder derivative suit, direct action, class action); c) the distribution of legal costs in accordance with the “American rule” (i.e. each party in the suit pays its own expenses, irrespective of what it gains from the action). Moreover, contingent fees and the possibility that directors may be ordered to pay the so-called punitive damages also function as incentives to litigation. **This is a culture of ‘regulation through litigation’ where the private investors are seen as ‘attorney general’. The truth is that corporate indemnification has been consolidated in US corporate practice, and the virtues have been recognized of, firstly, being able to recruit the ablest people who, were it not for the protection mechanisms, would not be available to run the risk of their decisions being challenged in court. In addition, corporate indemnification provides innocent directors with the necessary means to mount effective resistance to strike suits. And finally, it discourages shareholders from proposing actions based against the directors.**” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., Op. cit., p. 730).

2.1.1.2. HISTÓRICO E DESENVOLVIMENTO DO SEGURO D&O NO BRASIL

Como já ressaltado, a primeira apólice de seguro D&O no Brasil remonta à década de 1990, por iniciativa da Unibanco Aig Seguros S.A. e do IRB-Brasil Resseguros S.A., em um arranjo contratual que era uma simples tradução das apólices comercializadas naquele momento nos EUA²¹⁰. A doutrina aponta que a inserção desse instrumento contratual ocorreu em um momento no qual um grande número de empresas brasileiras passaram a negociar ADRs (*American Depositary Receipts*)²¹¹ nas bolsas norte-americanas²¹². As privatizações neoliberais da década de 1990²¹³, aliada à contratação de executivos estrangeiros, também foram fatores impulsionadores desse ramo securitário nesse período.

Não obstante, é somente após a crise econômica mundial (2008), com as consequências patrimoniais aos administradores da Sadia S.A. e da Aracruz Celulose S.A., e, sobretudo, após a deflagração da Operação Lava Jato (2013)²¹⁴ que os administradores redobraram a atenção aos riscos patrimoniais em virtude dos atos praticados na condução das companhias²¹⁵. Trata-se do cenário de recrudescimento da percepção do risco pelos administradores já desenvolvida no capítulo anterior.

Nesse sentido, realmente se observa que essa percepção de risco se reflete no aumento da sinistralidade e dos prêmios auferidos pelas seguradoras nesse período pós-2008:

GRÁFICO 1 – Prêmio Direito e Índice de Sinistralidade do Ramo de Seguros D&O

²¹⁰ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 312-313.

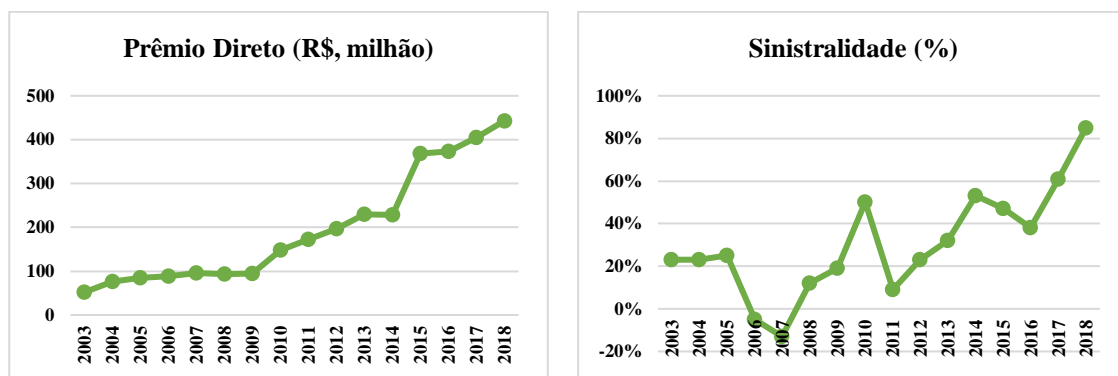
²¹¹ O glossário do Banco Central do Brasil (BACEN) define os ADRs como “certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição denominada “Depositária” com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras depositados em custódia específica no Brasil. A emissão de DRs a partir de valores mobiliários de empresas brasileiras depende de autorização da CVM e as movimentações de valores e outros aspectos de ordem cambial dependem de registro da operação no FIRCE. Os DRs emitidos em qualquer mercado, que não o norte-americano, são conhecidos como GDRs (Global Depositary Receipts). Os DRs emitidos no mercado norte-americano, segundo as regras da SEC (Security and Exchange Commission), são conhecidos como ADRs (American Depositary Receipts)”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 3 nov. 2019.

²¹² CARA, Marília de., Op. cit., p. 53.

²¹³ Clara Beatriz Lourenço de Faria aduz algumas razões para a popularização do Seguro D&O, na década de 2000: (i) a previsão da desconsideração da personalidade jurídica, no Código Civil de 2002, aumentou a procura nesse ramo por sociedades limitadas, sem fins lucrativos e instituições financeiras; (ii) a edição da Lei Complementar n. 126, de 15 de janeiro de 2007, que encerrou o monopólio da empresa estatal IRB-Brasil Resseguros S.A.; (iii) a crise mundial a partir de 2008, que aumentou a percepção dos administradores quanto à possibilidade de serem responsabilizados pessoal (caso Aracruz S.A., e o Caso Sadia S.A.); e, por fim, (iv) os reflexos da operação Lava-Jato. (FARIA, Clara Beatriz Lourenço., Op. cit., 79-82).

²¹⁴ Cf. notas de rodapé 17 e 18.

²¹⁵ FARIA, Clara Beatriz Lourenço., Op. cit., 79-82.



Fonte: Dados obtidos do SES (Sistema Estatístico da SUSEP)²¹⁶.

Antes de qualquer análise sobre as consequências dos números acima, faz-se necessário concluir que atualmente o Seguro D&O é uma realidade empresarial também no Brasil. Em um monitoramento dos Formulários de Referência das empresas integrantes do Índice Ibovespa, verifica-se que apenas a BRADESPAR S.A. não contrata o Seguro D&O.

TABELA 1 - SEGUROS D&O NAS EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA O QUADRIMESTRE SET. A DEZ. 2019²¹⁷

EMPRESA	SEGURO D&O	EMPRESA	SEGURO D&O	EMPRESA	SEGURO D&O
AMBEV S/A	SIM	ELETROBRAS (ELET3)	SIM	MULTIPLAN	SIM
AZUL	SIM	ELETROBRAS (ELET6)	SIM	NATURA	SIM
B3	SIM	EMBRAER	SIM	P.ACUCAR-CBD	SIM
BANCO DO BRASIL	SIM	ENERGIAS BR	SIM	PETROBRAS (PETR3)	SIM
BRADESCO (BBDC3)	SIM	EQUATORIAL	SIM	PETROBRAS (PETR4)	SIM
BRADESCO (BBDC4)	SIM	FLEURY	SIM	QUALICORP	SIM
BBSEGURIDADE	SIM	GERDAU	SIM	RAIADROGASIL	SIM
BTGP BANCO	SIM	INTERMEDICA	SIM	RUMO S.A.	SIM
BRADESPAR	NÃO	GERDAU MET	SIM	LOCALIZA	SIM
PETROBRAS BR	SIM	GOL	SIM	SANTANDER BR	SIM
BRF SA	SIM	HYPERA	SIM	SABESP	SIM

²¹⁶ Dados retirados do SES (Sistema de Estatísticas da SUSEP). Disponível em: <http://www2.susep.gov.br/menuestatistica/SES/premiosesinistros.aspx?id=54>. Acesso em: 17 jun. 2019. Os valores absolutos estão descritos no Apêndice V deste trabalho.

²¹⁷ Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em: 16 set. 2019. Consultei todas as últimas versões dos Formulários de Referência 2019 enviados pelas companhias à CVM, a partir dos quais se extraíram as informações contidas na tabela acima.

BRASKEM	SIM	IGUATEMI	SIM	SMILES	SIM
BR MALLS PAR	SIM	IRBBRASIL RE	SIM	SUZANO S.A.	SIM
B2W DIGITAL	SIM	ITAUSA	SIM	TAESA	SIM
CCR SA	SIM	ITAUUNIBANCO	SIM	TIM PART S/A	SIM
CIELO	SIM	JBS	SIM	ULTRAPAR	SIM
CEMIG	SIM	KLABIN S/A	SIM	USIMINAS	SIM
COSAN	SIM	KROTON	SIM	VALE	SIM
SID NACIONAL	SIM	LOJAS AMERIC	SIM	TELEF BRASIL	SIM
CVC BRASIL	SIM	LOJAS RENNER	SIM	VIAVAREJO	SIM
CYRELA REALT	SIM	MAGAZ LUIZA	SIM	WEG	SIM
ECORODOVIAS	SIM	MARFRIG	SIM	YDUQS PART	SIM
ENGIE BRASIL	SIM	MRV	SIM	-	-

Fonte: Formulário de Referência 2019 – Sistema CVM

Esse monitoramento despertou a atenção quanto à possível correlação entre o padrão de governança da empresa e o Seguro D&O, uma vez que todas as empresas do Ibovespa integrantes do Novo Mercado (NM) contratam essa apólice. Conforme ressaltado por este trabalho, as exigências dos segmentos de listagem alteram a dinâmica societária, exigindo determinados parâmetros para a classificação da governança corporativa da companhia (cf. nota de rodapé 56). O Novo Mercado é notadamente reconhecido por ter as exigências mais rígidas relacionadas à governança corporativa.

Nesse sentido, valho-me da 13ª edição do estudo da KPMG, “A governança corporativa e o mercado de capitais”, de 2018/2019, que demonstra que aproximadamente 96% das empresas que integram o Novo Mercado possuem Seguro D&O:

TABELA 1 – SEGURO D&O POR SEGMENTO DE LISTAGEM NA B3

SEGMENTO DE LISTAGEM	% DE EMPRESAS COM SEGURO D&O	VALOR MÉDIO
Novo Mercado (NM)	96%	R\$ 101 milhões
N2	95%	R\$ 74 milhões
N1	88%	R\$ 183 milhões
Básico	65%	R\$ 74 milhões

Fonte: KPMG – A governança corporativa e o mercado de capitais – 13ª edição²¹⁸

²¹⁸ Esse número possui uma margem de erro, visto que não foram todas as empresas que responderam esse questionamento ou estão obrigadas a divulgarem essas informações no Formulário de Referência, conforme regulamento da IN n. 480 da CVM (e ressaltado também na introdução deste artigo como uma dificuldade também da presente pesquisa). Nesse sentido, das 133 empresas integrantes do NM, 26 empresas não divulgaram a informação (aproximadamente 20%); das 20 empresas que integram o Nível 2, 4 não divulgaram a informação

Dessa maneira, o que se observa é uma correlação estatisticamente relevante entre as empresas que integram o NM e o segmento N2/N1 (com parâmetros mais elevados de governança) em relação àquelas que integram o segmento Básico (as quais a B3 apenas exige o cumprimento da legislação societária aplicável, sem a obrigatoriedade de se observar os mecanismos adicionais de governança). Isso porque se verifica que cerca de 94% das empresas que integram os segmentos NM/N2/N1 possuem o Seguro D&O, considerando ainda que o estudo analisou todos os formulários de referências das empresas desses segmentos (cf. nota de rodapé 218). Esse valor cai consideravelmente entre as 50 (cinquenta) empresas mais negociadas na B3 que integram o segmento básico (65% delas admitem possuir o Seguro D&O), considerando ainda que é o segmento com mais empresas que não divulgaram essa informação no Formulário de Referência (cf. nota de rodapé 225). **Portanto, ainda que considerássemos que essa proporção se manteria entre as empresas menos negociadas nesse segmento e na própria B3, conclui-se que há (i) uma correlação estatisticamente relevante entre as empresas com padrões mais rígidos de governança e a adoção do D&O (94%); e (ii) uma correlação relevante entre as empresas mais negociadas na B3 (Índice Ibovespa) e a adoção dessas apólices (98%).**

Esses números, não obstante, reforçam a imprescindibilidade do Seguro D&O na administração das sociedades anônimas brasileiras. Considerando que essa proporção se mantenha entre as empresas que não divulgaram essas informações (51 companhias entre as 229 pesquisadas) e entre as companhias do segmento básico não analisadas, **verifica-se que aproximadamente 78% das companhias listadas em bolsa no Brasil possuem o Seguro D&O**²¹⁹.

Esse estudo ainda procurou, na análise do Formulário de Referência das empresas do Ibovespa, verificar o eventual impacto, suscitado pela doutrina (cf. nota de rodapé 17), da

(exatamente 20%); das 26 empresas que integram o Nível 1, 6 não divulgaram a informação (aproximadamente 23%); por fim, das 50 empresas mais negociadas no nível Básico, 15 delas não divulgaram a informação (exatamente 30%). Além disso, o estudo não analisou todas as empresas listadas na bolsa, restringindo-se a análise do Formulário de Referência às companhias que integram o Novo Mercado, N2, N1 e apenas àquelas companhias cujas ações estão entre as 50 mais negociadas no segmento Básico. Dessa maneira, analisaram-se apenas 229 empresas listadas na bolsa em um universo à época de 341 empresas. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/12/governanca-corporativa-mercado-capitais.pdf>. Acesso em: 30 out. 2019.

²¹⁹ Destaca-se novamente, nesse contexto, a pesquisa disposta na nota de rodapé 164, na qual a PageExecutive Brasil divulgou que 59% dos entrevistados contavam com o Seguro D&O e constatou, ainda, uma crescente relevância dessa cobertura, sobretudo para a captação de executivos em regime estatutário. Disponível em: https://www.michaelpage.com.br/sites/michaelpage.com.br/files/pesquisa_de_remuneracao_page_executive_2019.pdf. Acesso em: 20 jul. 2019.

Operação Lava-Jato no mercado de Seguro D&O. Isso porque, como se ressaltou no Gráfico 1 e Apêndice VII, realmente há um aumento na sinistralidade desse seguro (o que poderia estar relacionado com o impacto das investigações da Lava-Jato que envolviam, em alguma medida, grandes empresas brasileiras listadas em bolsa) e há um aumento no número de prêmio pagos (o que poderia indicar um crescimento no preço da apólice, por reajuste no cálculo de risco por parte das seguradoras, ou apenas por um crescimento na demanda do Seguro D&O). Embora alardeado pela doutrina e pelas matérias jornalísticas (cf. notas de rodapés 17 e 18), não se observara até então nenhum estudo que pudesse correlacionar esses dois fatores.

Dessa maneira, esse estudo buscou traçar a adesão a este instrumento nas empresas integrantes da carteira do Ibovespa, no primeiro quadrimestre de 2013:

TABELA 2 - SEGUROS D&O NAS EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA O QUADRIMESTRE JAN. A ABR. 2013²²⁰

EMPRESA	SEGURO D&O	EMPRESA	SEGURO D&O	EMPRESA	SEGURO D&O
ALL AMER LAT	SIM	DASA	SIM	MRV	SIM
AMBEV S/A	SIM	DURATEX	SIM	NATURA	SIM
BRASIL	SIM	ELETRORAS	NÃO	OGX PETROLEO	SIM
BRADESCO	SIM	ELETROPAULO	SIM	OI	SIM
BROOKFIELD	SIM	EMBRAER	SIM	P.ACUCAR-CBD	SIM
BRADSPAR	NÃO	ENERGIAS BR	SIM	PDG REALT	SIM
BRF FOODS	SIM	FIBRIA	SIM	PETROBRAS	SIM
BRASKEM	SIM	GERDAU	SIM	LOCALIZA	SIM
BR MALLS PAR	SIM	GERDAU MET	SIM	ROSSI RESID	SIM
B2W VAREJO	NÃO	GOL	SIM	SANTANDER BR	SIM
BMFBOVESPA	SIM	HYPERMARCAS	SIM	SABESP	SIM
CCR SA	SIM	ITAUSA	SIM	SUZANO PAPEL	SIM
CIELO	SIM	ITAUUNIBANCO	SIM	TIM PART S/A	SIM
CEMIG	SIM	JBS	SIM	TRAN PAULIST	SIM
CPFL ENERGIA	SIM	KLABIN S/A	SIM	ULTRAPAR	SIM
COPEL	SIM	LOJAS AMERIC	NÃO	USIMINAS	SIM
SOUZA CRUZ	SIM	LIGHT S/A	SIM	V-AGRO	SIM
COSAN	SIM	LLX LOG	SIM	VALE	SIM
SID NACIONAL	SIM	LOJAS RENNER	SIM	TELEF BRASIL	SIM
CETIP	SIM	MARFRIG	SIM	-	-

²²⁰ Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em: 16 set. 2019.

CYRELA REALT ²²¹	-	MMX MINER	SIM	-	-
--------------------------------	---	-----------	-----	---	---

Fonte: Formulário de Referência 2013 – Sistema CVM

Em um universo de 61 (sessenta e uma) companhias, apenas 4 (quatro) empresas não possuíam Seguro D&O. Esse aumento tímido no período não podia corroborar uma correlação estatisticamente relevante entre esses eventos. Em seguida, esse estudo passou a analisar as informações do Formulário de Referência daquelas companhias que se mantiveram na carteira teórica do Ibovespa entre 2013 e 2019, buscando verificar se houve algum impacto relevante no aumento dos prêmios pagos ou no limite global máximo dessas apólices.

TABELA 3 – SEGUROS D&O: PRÊMIOS E LIMITE GLOBAL (2013 E 2019)²²²

EMPRESA	PARTICIPAÇÃO NA CARTEIRA IBOVESPA (2019)	PRÊMIO (2013 E 2019) ²²³	LIMITE GLOBAL (2013 E 2019)
LOJAS RENNER	2,195%	2013: não informado 2019: R\$ 84,5 mil	2013: R\$ 72,80 milhões 2019: R\$ 60 milhões
JBS	2,664%	2013: não informado 2019: R\$ 1,868 milhão	2013: R\$ 180,20 milhões 2019: R\$ 100 milhões
ITAUSA	3,260%	2013: R\$ 751.090,27 2019: R\$ 178 mil	2013: não informado 2019: R\$ 200 milhões
BRASIL	3,457%	2013: não informado 2019: R\$ 6,7 milhões	2013: R\$ 438,26 milhões 2019: R\$ 434 milhões
AMBEV S/A	4,661%	2013: não informado 2019: US\$ 32 mil	2013: US\$ 27,13 milhões 2019: US\$ 25 milhões
VALE	8,204%	2013: US\$ 1.599.029,00 2019: US\$ 3.316.036,21	2013: US\$ 217 milhões 2019: US\$ 150 milhões
ITAUNIBANCO	9,195%	2013: US\$ 6.637.862,33 2019: US\$ 3.006.640,00	2013: US\$ 162 milhões 2019: US\$ 150 milhões
BRADESCO	9,246%	2013: US\$ 1,657 milhão 2019: US\$ 3,793 milhões	2013: US\$ 108,51 milhões 2019: US\$ 170 milhões
PETROBRAS	11,363%	2013: não divulgado 2019: US\$12.225.329,38²²⁴	2013: US\$ 271 milhões 2019: US\$ 250 milhões

Fonte: Formulário de Referência 2013 e 2019 – Sistema CVM

²²¹ Cf. nota de rodapé 16.

²²² Conforme apontado na introdução deste trabalho, esse Apêndice contém apenas as informações relativas às empresas que se mantiveram na carteira teórica desse índice nos períodos citados. Optou-se por retirar a B3 S.A., sobretudo porque a empresa foi originada apenas em 2017, com a fusão CETIP-BM&FBovespa. Além disso, por óbvio, em relação à participação na carteira do Ibovespa, somou-se a participação dos ativos pertencentes a uma só companhia Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em: 23 de ago. 2019.

²²³ Os valores em R\$ (reais) foram atualizados pelo INPC, entre a data inicial de 01/2013 e a data final de 08/2019. Os valores em dólar foram reajustados pelo Consumer Price Index (CPI).

²²⁴ Esse valor fora encontrado no Formulário de Referência 2019 da Petrobras Distribuidora S.A.. A Petrobras S.A., que é a contratante da apólice, não divulga esse valor no seu Formulário de Referência.

Essa análise se revelou inconclusiva por dois fatores: o primeiro deles se refere ao fato de que não há a exigência de informações mínimas a serem divulgadas sobre essas apólices, o que nos conduziu, por exemplo, a diversas empresas que não divulgaram informações básicas sobre esses contratos (prêmio e limite global de cobertura das apólices). Atualmente, a IN n. 480, da CVM, apenas exige que as companhias “descrevam” essas apólices de seguro, não dispondo sobre informações mínimas obrigatórias que deveriam ser divulgadas (cf. nota de rodapé 16).

Além disso, nos poucos exemplos que viabilizaram esse monitoramento (ITAUUNIBANCO S.A., BRADESCO S.A. e VALE S.A.), o resultado quantitativo das análises poderia confirmar a premissa teórica do fator “Operação Lava-Jato” apenas na companhia VALE S.A., visto que o prêmio pago à seguradora mais que dobrou nesse período, sendo também acompanhado por uma queda de aproximadamente 31% do limite global da apólice. Ainda nesse exemplo, a pesquisa restou inconclusiva, visto que carece de uma análise qualitativa da cobertura dessas apólices em 2013 e em 2019: as coberturas, mesmo após a regulação superveniente da Circular SUSEP n. 553/2017, mantiveram-se semelhantes?; não houve alguma contratação ou exclusão de cobertura adicional nesse período?; o número de segurados se manteve constante?.

Em que pese inconclusivo, esse esforço empírico demonstrou a necessidade de se exigir um padrão mínimo de informações a serem divulgadas sobre essas apólices e sobre a própria *corporate indemnification*, escapando do subjetivismo e da generalidade do verbo “descrever”, constante no Apêndice 24, item 12.11, da IN n. 480 (cf. nota de rodapé 16). Apenas para ilustrar as diferentes formas de divulgação dessas informações, destaco o Formulário de Referência de 4 (quatro) companhias. O primeiro deles é o da USIMINAS S.A., que sucintamente dispõe apenas que possui Seguro D&O:

USIMINAS S.A., Formulário de Referência – 2019 – Item 12.11²²⁵

A Companhia possui Seguro de Responsabilidade Civil de Conselheiros, Diretores e/ou Administradores (D&O), que cobre eventuais condenações pecuniárias imputadas aos administradores da Companhia em virtude de processos judiciais ou extrajudiciais surgidos na vigência do contrato, relacionados ao exercício de suas funções na Companhia, incluindo os eventuais custos de defesa.

Do outro lado, em uma espécie de meio-termo, as empresas comumente adotam o exemplo da LOJAS RENNER S.A ou da ENGIE S.A., divulgando as informações relativas ao valor total do prêmio pago pela companhia e/ou o limite máximo global indenizável da apólice:

²²⁵ Disponível em: <http://v4-usiminas.infoinvest.com.br/ptb/6146/86439.pdf>. Acesso em: 4 nov. 2019.

Lojas Renner S.A., Formulário de Referência – 2019 – Item 12.11²²⁶

Todos os membros do Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal estão garantidos pela apólice de seguro de Responsabilidade Civil de Diretores e Administradores (“D&O”), cujo **limite máximo de indenização é de R\$ 60,0 milhões**, sendo que o **prêmio de seguro de responsabilidade civil para os administradores foi de R\$ 84,5 mil (base julho/18)**. Este seguro é renovado anualmente, no mês de julho, sem franquia e tem âmbito de cobertura mundial, com exceção a reclamações referentes à cobertura de poluição ambiental, para os territórios dos Estados Unidos e do Canadá. A apólice é contratada a base de reclamações com notificação e tem como objeto o pagamento de indenização devida às pessoas seguradas em decorrência de atos danosos praticados por elas, durante a vigência do seguro ou em data anterior à sua vigência, desde que tais atos danosos não sejam conhecidos, que por ventura venham a ser condenadas ao pagamento, a título de reparação de danos, a terceiros prejudicados, por meio de decisão judicial, arbitral ou acordo previamente aprovado pela seguradora

ENGIE S.A., Formulário de Referência – 2019 – Item 12.11²²⁷

A Companhia possui apólice de seguro de Responsabilidade Civil de Conselheiro, Diretores e/ou Administradores (D&O) com objetivo de assegurar o pagamento, a título de perdas e danos, devido a terceiros pela Companhia, Diretores e/ou Administradores, em decorrência de ato ou fato, pelo qual sejam responsabilizados, reclamados e/ou notificados. A atual apólice tem vigência até 31.12.2019 e o prêmio líquido é de R\$ 300.068,00. O valor deste Seguro abrange as empresas do grupo ENGIE Brasil Participações Ltda.

Na outra ponta, há companhias extremamente detalhistas, como, *eg.*, a WEG S.A.²²⁸, a BRASKEM S.A.²²⁹ e a RUMO S.A.²³⁰. Destaco, para fins ilustrativos, parte das informações da RUMO S.A., empresa que possui duas apólices de D&O e uma política *corporate indemnification* detidamente analisada em 3 (três) páginas no Formulário de Referência da companhia:

RUMO S.A., Formulário de Referência – 2019 – Item 12.11

A Companhia mantém vigente seguro de responsabilidade civil de Administradores (“D&O”), que tem por objeto garantir, nos termos das respectivas apólices, cobertura para responsabilidade por atos praticados por Administradores de qualquer empresa subsidiária do grupo econômico da Companhia no Brasil e no exterior, abrangendo cobertura de responsabilidades estatutárias, responsabilidade dos administradores por erros e omissões na prestação de serviços profissionais, danos materiais, corporais e morais, reclamações do tomador contra o segurado e de segurado contra segurado e do acionista ou sócio contra o segurado, danos ambientais, inabilitação do exercício da função de diretor ou administrador, operações no âmbito do mercado de capitais (inclusive para Pessoa Jurídica), extensão da cobertura para segurados aposentados, aval, fiança e/ou fiel depositário, extensão no período de apresentação de reclamação, responsabilidade do cônjuge ou companheiro em união estável, espólio, herdeiros, sucessores e representantes legais, administradores de entidades externas, extensão da cobertura para indisponibilidade de bens e “penhora-on-line”, despesas de publicidade, pagamento de multas decorrentes de um procedimento ou processo

²²⁶ Disponível em: <http://lojasrenner.mzweb.com.br/documentos-cvm/itr-dfp-fre-e-fca/>. Acesso em: 4 nov. 2019.

²²⁷ Disponível em: <https://www.engie.com.br/investidores/>. Acesso em: 4 nov. 2019.

²²⁸ Disponível em: <https://ri.weg.net/ptb/2315/84379.pdf>. Acesso em: 4 nov. 2019.

²²⁹ Disponível em: <http://www.braskem-ri.com.br/formulario-de-referencia>. Acesso em: 4 nov. 2019.

²³⁰ Disponível em: <http://ri.rumolog.com/ptb/formulario-de-referencia-e-cadastral>. Acesso em: 4 nov. 2019

conduzido por órgãos reguladores, acordos administrativos e extensão da cobertura para práticas trabalhistas indevidas, entre outras.

Atualmente, a Companhia possui duas Apólices de Seguros de Responsabilidade de Administradores. A primeira é contratada junto à Corretora de Seguros Euroamerica Financial Insurance e tem como seguradora a Chubb Brasil Seguros S.A. A referida apólice tem vigência até 30 de abril de 2020, sendo o limite de cobertura de R\$ 60,0 milhões (sublimite de R\$ 60,0 milhões para Responsabilidade Civil do Administrador de Empresas por Dano Ambiental), o qual garante o pagamento de prejuízos financeiros dentre outros decorrentes de reclamações feitas contra os segurados em virtude de atos danosos pelos quais sejam responsabilizados. O valor do prêmio (já considerando o IOF de R\$121.504,32) foi de R\$1.767.904,32. **A segunda, por sua vez, somente é acionada na hipótese de esgotada a cobertura da primeira, ou seja, ultrapassado o limite de R\$ 60,0 milhões iniciais. A segunda apólice é contratada junto à Corretora de Seguros Euroamerica Financial Insurance e tem como seguradora a Zurich Minas Brasil Seguros S.A. A referida apólice tem vigência até 30 de abril de 2020, sendo o limite de cobertura de R\$ 140,0 milhões (sublimite de R\$ 140,0 milhões para Responsabilidade Civil do Administrador de Empresas por Dano Ambiental) o qual garante o pagamento de prejuízos financeiros dentre outros decorrentes de reclamações feitas contra os segurados em virtude de atos danosos pelos quais sejam responsabilizados. O valor do prêmio (já considerando o IOF de R\$42.213,45) foi de R\$614.208,45. [...]**

No quarto e último Formulário de Referência, destaco também a CCR S.A., que, além de dispor sobre informações básicas relacionadas à apólice D&O (prêmio, limite máximo global), dispôs sobre os sinistros já realizados em relação às apólices vigentes:

CCR S.A., Formulário de Referência – 2019 (cf. nota de rodapé 235)

[...]

A Companhia notificou sinistro na apólice n. 17.10.0012225.28, apólice vigente na data de ocorrência do fato, o qual recebeu da seguradora o n. 17-10002136-01 e encontra-se em regulação. Refere-se ao Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) RJ2018/4119, originou-se do Processo CVM n. 19957.001655/2016-08, instaurado, em 07/03/2016, após o vazamento de informações relacionadas a venda de Serviços e Tecnologia de Pagamentos S.A. (“STP”), subsidiária da CCR S.A. (“CCR”), na mídia nos dias 18/01/2016 e 05/03/2016. Em 19/06/2018 foi lavrado Termo de Acusação em desfavor do Sr. Arthur Piotto Filho, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da CCR, em razão da suposta divulgação intempestiva e incompleta de Fato Relevante após a perda do controle de informações verificada por meio das matérias jornalísticas mencionadas acima, o que caracterizaria violação ao art.157, §4º, da Lei 6.404/76 combinado com os arts. 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM n. 358/02. Até a presente data foram indenizados pela seguradora ao valor de R\$ 135.000,00 (cento e trinta e cinco mil reais) pelo reembolso dos custos de defesa e R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) pelo reembolso do Termo de Compromisso.

Não obstante, sobretudo pela relevância que o Seguro D&O adquire pós-2013, observou-se que parte das companhias passaram a analisar mais detidamente as informações relacionadas a esta garantia patrimonial. Nesse sentido, cita-se o exemplo da GOL S.A.:

TABELA 4 – ANÁLISE COMPARATIVA – ITEM 12.11 DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DA GOL S.A. (2013 E 2019)²³¹

Formulário de Referência - 2013

Formulário de Referência - 2019

Dispomos de seguro de Responsabilidade Civil para nossos Conselheiros, Diretores e/ou Administradores – D&O (Directors & Officers) que garante cobertura aos segurados no caso de reclamações de terceiros, relacionados aos atos de gestão praticados no exercício das atribuições da administração da sociedade. **O valor de prêmio líquido do D&O é o valor em reais equivalente a U\$336.271,00.**

Dispomos de seguro de Responsabilidade Civil para nossos Conselheiros, Diretores e/ou Administradores – D&O (Directors & Officers) que garante amparo ao patrimônio dos segurados quando responsabilizados, judicialmente ou administrativamente, por decisões que tenham tomado no exercício de suas atividades profissionais e tenham causado danos materiais, corporais, morais e/ou financeiros a terceiros. Nossa apólice contempla: (a) a cobertura básica que consiste no reembolso (do segurado e da Companhia) das indenizações que os segurados (Directors & Officers) forem obrigados a pagar quando responsabilizados por danos causados a terceiros em consequência de atos ilícitos culposos praticados no exercício de suas funções na Companhia; (b) as coberturas especiais que abrangem: (i) reembolso de custos de defesa e honorários advocatícios em processos e/ou procedimentos cíveis, trabalhistas, administrativos, criminais, arbitrais, regulatórios e investigativos; (ii) custos emergenciais; (iii) gerenciamento de crise; (iv) advogados internos, contadores, risk manager e auditores internos; (v) todas as subsidiárias da Companhia; (vi) entidades sem fins lucrativos; e (vii) novas subsidiárias com até 30% do total dos ativos consolidados da Companhia; e (c) as coberturas adicionais para (i) Mercado de Capitais (CVM e SEC), que incluem a Companhia como segurada; (ii) bens de pessoas relacionadas familiar e/ou legalmente com o segurado, tais como herdeiros, representantes legais e/ou espólio de segurado que venha a falecer, cônjuge ou companheiro do segurado; (iii) bloqueio e indisponibilidade de bens; (iv) danos morais; (v) inabilitação para o exercício do cargo; (vi) danos reputacionais; (vii) responsabilidade estatutária; (viii) cobertura em excesso para conselheiros independentes; e (ix) reclamações movidas contra o segurado pelo tomador, acionista, sócio ou outro segurado. Nossa apólice contempla ainda cobertura por erros e omissões dos segurados, cobertura por poluição e danos ambientais e jurisdição mundial. **O prêmio total da apólice é de USD 314.944,58.**

Além disso, para fins de considerações qualitativas importantes para ilustrar posteriormente o regime jurídico do Seguro D&O, destaco também os seguintes fatos: (i) apenas 5 (cinco) companhias afirmaram que as apólices possuíam algum tipo de franquia (VIA VAREJO S.A., TAESA S.A., EQUATORIAL ENERGIA S.A., CCR. S.A. e

²³¹ Disponível em: <http://ri.voegol.com.br/>. Acesso em: 05 nov. 2019.

ITAUNIBANCO S.A.²³²); e (ii) apenas 7 (sete) companhias afirmaram expressamente que possuiriam mais de uma apólice de Seguro D&O (QUALICORP S.A.; COSAN S.A.; IRB – Brasil Resseguros S.A.; RUMO S.A., NATURA S.A., CIELO S.A. e AZUL S.A.²³³).

²³² A **VIA VAREJO S.A.** afirma: “[...] A CBD, enquanto controladora da Companhia, celebrou uma apólice de seguro com a Zurich Seguros e Tóquio Marine (primeiro e segundo risco), com vigência de 23 de dezembro de 2018 a 23 de dezembro de 2019, para segurar todos os seus administradores e os administradores de suas sociedades controladas (dentre elas, a Companhia) contra os danos a eles atribuídos no exercício de suas respectivas funções. A cobertura está limitada a R\$ 133.875.000,00 para as perdas e danos decorrentes de um mesmo ato danoso relacionado ao mercado de capitais, com franquia de R\$ 2.000.000,00 no que se refere a processos relacionados com a SEC e R\$ 150.000,00 no que se refere a processos relacionados com a CVM. Esta apólice não tem franquia para as perdas e danos decorrentes de um mesmo ato danoso de outra natureza. Esta apólice é automaticamente estendida aos administradores das novas subsidiárias da Companhia, estando a responsabilidade limitada a 30% do total de ativos da nova subsidiária. O prêmio total da apólice D&O para a Companhia, Cnova e Bartira, na vigência 2018/2019, é de R\$ 323.989,33.”. Disponível em: <http://ri.viavarejo.com.br/informacoes-financeiras/formulario-de-referencia/>. Acesso em: 05 nov. 2019.

A **TAESA S.A.** dispõe: “No último exercício social, a Companhia possuía apólices de seguro de D&O de responsabilidade civil de diretores e administradores, contratada com a Zurich Minas Brasil Seguros S/A (vigência a partir de meia-noite do dia 18 de setembro de 2018 até a meia-noite do dia 18 de setembro de 2019, incluindo ambas as datas), com o objetivo de pagamento, a título de perdas e danos, devido a terceiros pela Companhia, em decorrência de ato ou fato pelo qual seja responsabilizada durante a vigência da apólice, com cobertura mundial (exceto por qualquer país sancionado em razão de leis ou regulamentos relacionados a embargos e/ou sanções comerciais e econômicas). **A apólice cobre indenização aos administradores (sem franquia), reembolso ao tomador (sem franquia) e indenização ao tomador, exclusivamente no âmbito do mercado de capitais (à reclamações por perdas de valores/títulos mobiliários, exceto EUA e Canadá, aplica-se franquia de R\$ 30.000,00).** Ainda, a apólice tem retroatividade ilimitada para fatos desconhecidos no momento da contratação.”. Disponível em: <https://ri.taesa.com.br/wp-content/uploads/2019/10/Formul%C3%A1rio-de-Refer%C3%Aancia-v9-1.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2019.

O grupo **EQUATORIAL ENERGIA S.A.** dispõe: “[...] O D&O, vigente até às 24 horas do dia 31º de dezembro de 2018, com limite máximo de garantia de R\$30 milhões, em contrapartida ao pagamento de um prêmio de R\$ 38 mil. Além disso, o D&O prevê pagamento de franquia no valor de R\$50 mil apenas para casos de cobertura por reclamações referentes à títulos e valores mobiliários emitidos pela Equatorial ou por suas subsidiárias, incluindo a Companhia.”. Disponível em: <https://ri.equatorialenergia.com.br/divulgacao-e-resultados/formulario-cadastral-e-de-referencia>. Acesso em: 10 nov. 2019

A **CCR S.A.**, dispõe que: “A Companhia mantém seguro de Responsabilidade Civil (D&O), inclusive com a cobertura adicional de Oferta Pública de Valores Mobiliários, para membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Diretoria e demais administradores da Companhia e de suas controladas, contratado com a Chubb Seguros Brasil S.A. e Zurich Minas Brasil Seguros S.A., apólice n.17.10.0014503.28, com vigência no período de 01/01/2019 à 01/01/2020, cujo objeto será o pagamento e/ou reembolso das quantias, respectivamente, devidas ou pagas a terceiros a título de reparação de danos, estipuladas por sentença transitada em julgado ou por acordo devidamente aprovado pela seguradora, desde que os atos tenham sido praticados durante o período de vigência da apólice ou durante o período de retroatividade contratualmente previsto, e sejam reclamados dentro do prazo contratual em vigor. Serão indenizáveis pelo seguro as reclamações contra os gestores acima por ações e/ou omissões culposas praticados durante o exercício de suas funções, cujos valores superarem o valor das franquias vigentes e que não estejam dentre os riscos excluídos pela apólice. Para tanto, o valor do prêmio devido foi de R\$ 620.109,09, devendo ser liquidado até 01/07/2019. [...] Em virtude da oferta pública de ações de emissão da Companhia, realizada nos termos da Instrução CVM 476, conforme fato relevante divulgado pela Companhia em 26 de janeiro de 2017, a Companhia contratou com a Chubb Seguros Brasil S.A. e Zurich Minas Brasil Seguros S.A., seguro de Responsabilidade Civil na Modalidade Oferta Pública de Valores Mobiliários, apólice 17.10.0010375.12, para a Companhia, membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Diretoria e demais administradores da Companhia, acionistas vendedores, acionistas controladores e seus administradores, com vigência no período de 20/03/2017 à 20/03/2018 e prazo complementar para apresentação de reclamações decorrentes desta oferta até quatro anos após o término de vigência do contrato. [...]”. Disponível em: <http://ri.ccr.com.br/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

Por fim, o **ITAUNIBANCO S.A.** dispõe genericamente que: “A atual apólice prevê limite máximo de indenização de US\$150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de dólares norte americanos), sujeito a sub limites

e franquias específicas para cada cobertura contratada.” Disponível em: <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/Home.aspx?linguagem=pt>. Acesso em: 9 nov. 2019.

²³³ A **QUALICORP S.A.** informa atualmente que possui 4 apólices, descrevendo-as como apólices de seguros de processos administrativos: “Contratamos, em 27 de novembro de 2017, duas apólices de seguro de Processos administrativos junto à Zurich Minas Brasil Seguros S.A., a fim de cobrir os riscos de Processos administrativos. As apólices em referência possuem período de vigência de 27 de novembro de 2017 até 27 de novembro de 2019. O prêmio pago foi de R\$ 2.732,95, para cada apólice. Contratamos, em 21 de dezembro de 2017 a apólice de seguro de processos administrativos junto à Zurich Minas Brasil Seguros S.A., a fim de cobrir os riscos de processos administrativos. A apólice em referência possui período de vigência de 21 de dezembro de 2017 até 21 de dezembro de 2019. O prêmio pago foi de R\$ 3.685,03. Contratamos, em 15 de janeiro de 2018 duas apólices de seguro de Processos administrativos junto à Zurich Minas Brasil Seguros S.A., a fim de cobrir os riscos de processos administrativos. A apólice em referência possui período de vigência de 15 de janeiro de 2018 até 15 de janeiro de 2020. O prêmio pago foi de R\$ 11.754,80. Contratamos, em 22 de janeiro de 2018 a apólice de seguro de processos administrativos junto à Zurich Minas Brasil Seguros S.A., a fim de cobrir os riscos de Processos administrativos. A apólice em referência possui período de vigência de 22 de janeiro de 2018 até 22 de janeiro de 2020, cujo prêmio pago foi de R\$ 23.671,42. [...]”. Disponível em: http://ri.qualicorp.com.br/qualicorp/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28. Acesso em: 6 nov. 2019. A **COSAN S.A.** afirma: “A Companhia possui duas apólices ‘espelho’ contratadas: (i) a Apólice de Seguros de Responsabilidade Civil de Administradores D&O (Apólice n. 01109191791), emitida pela Zurich Minas Brasil Seguros S.A.; e (ii) a Apólice de Seguros de Responsabilidade Civil de Administradores - D&O (Apólice 103301545), emitida pela Zurich Global Corporate UK (“Apólices”) e ainda apólices em excessos emitidas em nome da Cosan Limited. [...]”. Disponível em: <http://ri.cosan.com.br/ptb/2806/88968.pdf>. Acesso em: 6 nov. 2019. A **IRB – Brasil Resseguros S.A.** informa que: “A Companhia oferece seguro de responsabilidade civil de conselheiros e diretores (‘D&O’), por meio de 3 (três) apólices de seguro em excesso umas das outras, cujo limite máximo de garantia agregado é de R\$400,0 milhões. O valor do prêmio líquido dessas apólices é de R\$979,3 mil. O primeiro vencimento dentre as apólices contratadas ocorrerá em 15 de fevereiro de 2020.” Disponível em: <https://irb.infoinvest.com.br/ptb/1165/88821.pdf>. Acesso em: 6 nov. 2019. A apólice da **RUMO S.A.** é descrita na nota de rodapé 236. A **NATURA S.A.** informa que: “A Companhia possui Seguro de Responsabilidade Civil de Conselheiros e Diretores (D&O), [...], até o montante de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), pelo período de 01.01.2019 a 31.12.2019, sendo R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais) contratada com a seguradora Zurich e R\$ 180.000.000,00 (cento e oitenta milhões de reais) com a seguradora Chubb. Ambos os seguros cobrem Conselheiros, Diretores e colaboradores com poder decisão.” Disponível em: <https://natu.infoinvest.com.br/ptb/7433/89009.pdf>. Acesso em: 5 nov. 2019. A **CIELO S.A.** informa que possui “apólices”, de modo que se depreende que possui mais de uma “apólice global”; não obstante, não há maiores informações sobre o conteúdo de cada apólice: “Os Administradores da Companhia estão abrangidos por apólices de seguro de responsabilidade civil de administradores (D&O) emitidas em conjunto pelas seguradoras XL Seguros Brasil S.A e Chubb do Brasil Companhia de Seguros, com cobertura válida até 19 de junho de 2019, com renovação prevista para 12 meses adicionais, as quais visam garantir aos administradores da Companhia e de suas subsidiárias, nos termos das apólices, o pagamento ou reembolso de despesas caso o patrimônio pessoal dos administradores seja atingido em decorrência de processos judiciais, administrativos ou arbitrais, incluindo, mas não se limitando, àqueles de natureza cível, trabalhista, tributária ou previdenciária, em função de sua responsabilidade pessoal, solidária ou subsidiária ou devido à desconsideração da personalidade jurídica, relacionados às atividades da emissora ou de suas subsidiárias, bem como em decorrência de qualquer reivindicação escrita ou processo judicial cível, administrativo, regulatório ou arbitral, imputando descumprimento de leis ou normativos federais, estaduais e/ou municipais, ou normas estrangeiras, reguladoras de valores mobiliários. As referidas apólices possuem limite máximo de cobertura no valor R\$ 250 milhões no Brasil e 3 milhões de dólares, sujeito a sublimites e franquias específicas para cada cobertura contratada. Adicionalmente, o prêmio líquido total destas apólices foi de R\$ 508.270,00 mil, em 19 de junho de 2018”. Disponível em: <https://ri.cielo.com.br/publicacoes-cvm/>. Acesso em: 8 nov. 2019. Por fim, a **AZUL S.A.** dispõe genericamente que possui “apólices”: “Contratamos regularmente seguro de responsabilidade civil para nossos Administradores (‘D&O’), em condições usuais de mercado. As apólices atualmente vigentes foram contratadas junto à Generali Brasil Seguros e têm validade até 10 de fevereiro de 2020. O prêmio total é de US\$ 400.000,00. Em conjunto, as apólices possuem cobertura máxima de US\$50.000.000,00, que cobre o pagamento de indenização ou reembolso aos Administradores e/ou à nós, por qualquer perda resultante de uma reclamação em decorrência de um ato danoso, prática trabalhista indevida ou dano ambiental, incluindo o pagamento dos custos exigidos judicialmente para defesa e de despesas com publicidade que tenham como objetivo minorar ou evitar os efeitos de uma reclamação. [...]”. Disponível em: <https://ri.voeazul.com.br/informacoes-e-relatorios/documentos-cvm/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

Ressaltar a necessidade de se exigir um padrão mínimo das informações a serem divulgadas (eg., limite global, franquias, coberturas, prêmio, sinistros) não é, portanto, um despropósito. Essas informações permitem, por um lado, importantes análises qualitativas do desenvolvimento desse ramo entre as companhias abertas; por outro, torna-se improvável qualquer análise empírica sobre o risco moral societário dos administradores sem a divulgação ou disponibilização dessas informações.

Embora a proposta de análise acima tenha se apresentado inconclusiva para demonstrar o impacto da Lava-Jato no mercado de Seguro D&O, o crescimento do número dos prêmios pagos à seguradora e o aumento da sinistralidade nesse ramo, por óbvio, mantém-se incólume como um fato e possível indício dessa correlação: os prêmios globais nesse ramo securitário aumentaram 30% e o índice de sinistralidade saltou de 32% para 85% nesse período (2013-2018), conforme Apêndice VII. Nesse contexto, e partindo destes números como hipótese, um recente estudo realizado por economistas vinculados à USP²³⁴ (Universidade de São Paulo) demonstraram, a partir das técnicas de *probit* e de modelos lineares (ambas para dados em painel), a influência da operação nesse ramo securitário.

Essa análise sugeriu evidências de que a operação está diretamente relacionada com a hipótese de que as seguradoras atualizaram as perdas (aumento da sinistralidade) nesse período da operação, relacionando-se, por conseguinte, a operação com o aumento do número dos prêmios recebidos (seja pela maior quantidade de Seguros D&Os comercializados, seja pelo aumento do preço do prêmio nessas apólices). Consignou-se, ainda, que a recessão econômica global, que afetou o mercado de seguros no Brasil, não atingiu o ramo do D&O, o que sugere mais uma singularidade dessa influência da operação Lava-Jato no período.

Ainda nesse contexto, destacam-se as alterações introduzidas pela edição da Medida Provisória n. 784, convertida na Lei n. 13.506/2017 (cf. nota de rodapé 137), devidamente analisada anteriormente por este estudo na construção do atual cenário da responsabilidade do administrador pós-Lava-Jato. A introdução desse normativo, sobretudo no que tange ao recrudescimento das sanções aplicáveis ao administrador, é encarado pelo presidente da ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas) como um dos motivos pelos quais as corretoras teriam aumentado substancialmente o prêmio da apólice e excluído determinadas coberturas²³⁵.

²³⁴ RENSI, Rafael Tonet; CARVALHO, João Vinicius de Franca., Op. cit.

²³⁵ Nesse sentido: “Ocorre, porém, que com a edição da Medida Provisória 784, convertida na Lei 13.506, que eleva substancialmente as multas aplicadas pelo Banco Central e a CVM, muitas corretoras reajustaram substancialmente o valor dos prêmios do seguro D&O e diminuíram as coberturas.” (PLOGER, Alfried., Op. Cit.)

Fato é, portanto, que os números desse mercado após a Operação Lava-Jato passaram a demonstrar um período de *hard market* no ramo securitário do D&O. O alto índice de sinistralidade, por exemplo, passou a indicar, concomitantemente, o aumento dos custos para a manutenção desses seguros e uma defasagem comparativa entre os prêmios concedidos nos sinistros perante o reajuste do preço para a adesão do produto. Diante também das alterações normativas que recrudesceram as penalidades aos administradores, esses fatores se traduziram em um receio das seguradoras, que se tornaram mais criteriosas, *e.g.*, ao limitar e excluir coberturas²³⁶.

Além de iluminar o Seguro D&O na prateleira das garantias patrimoniais aos administradores — o que atraiu a atenção dos órgãos reguladores, cujos normativos aplicáveis serão desenvolvidos no próximo capítulo —, esse fenômeno (*hard market*) reascendeu o uso de um antigo instrumento de proteção patrimonial dos administradores, denominado até então por parte da doutrina brasileira como “carta de conforto” (*hold harmless letters* ou *corporate indemnification*)²³⁷.

2.1.1.3. HISTÓRICO E DESENVOLVIMENTO DO CONTRATO DE INDENIDADE NO BRASIL

Como se ressaltou no desenvolvimento norte-americano, as empresas com a *corporate indemnification* passam a se comprometer com o ressarcimento dos administradores por despesas incorridas em razão de demandas judiciais e administrativas. Historicamente, no entanto, o instrumento era desincentivado pela doutrina brasileira, que se respaldava, seja como causa, seja como consequência, na atipicidade social desse contrato²³⁸.

²³⁶ Nesse sentido, destaca-se notícia da Escola Nacional de Seguros (ENS), que relata esse fenômeno ao ressaltar os principais aspectos discutidos no então Seminário intitulado “Seguro D&O - Análise Detalhada dos Produtos Oferecidos no Mercado e Discussão dos Aspectos Legais e Processuais dos Casos Recentes no Brasil”. Disponível em: <http://www.ens.edu.br/noticia-detalhes/com-alta-da-sinistralidade-mercado-de-do-esta-mais-criterioso>. Acesso em: 17 jun. 2019.

²³⁷ O nome até então adotado pela doutrina brasileira para esse instrumento contratual (“carta de conforto”) não corresponde ao instrumento denominado de *comfort letter*, que é propriamente um documento emitido por auditores independentes com a finalidade de atestar a conformidade de informações financeiras prestadas por companhias em ofertas públicas de valores mobiliários. O instrumento utilizado como proteção patrimonial dos administradores no Brasil corresponde, no direito norte-americano, aos instrumentos denominados de *hold harmless letters* ou *indemnification agreements*.

²³⁸ Nesse sentido, este estudo parte do pressuposto de que a figura do contrato de indenidade passou por um processo de tipificação social, a partir do recrudescimento do seu uso pelos agentes econômicos, em um processo que é devidamente conceituado pela professora Paula Forgioni: “A tipificação social de contratos também tem origem nos usos e costumes, transformando negócios livremente encetados pelos agentes econômicos em tipos socialmente reconhecidos. Por exemplo, os contratos de concessão mercantil, ou de distribuição comercial, nascidos da prática dos mercadores, são hoje pacificamente aceitos pela jurisprudência”. (FORGIONI, Paula. **Contratos empresariais: Teoria Geral e Aplicação**. 3. ed. São Paulo: RT, 2018, p. 137-138).

Dessa maneira, por três décadas, a “carta de conforto” esteve no limbo entre os tipos de proteção patrimoniais dos administradores adotados pelas sociedades empresariais, sendo também considerada uma opção ruim para essa finalidade pela doutrina²³⁹. Em síntese, (i) apontava-se o risco financeiro à sociedade, que arcaria diretamente com eventuais custos e ressarcimentos ao segurado, e (ii) nem sequer se vislumbrava eficácia em caso de execução do instrumento, de modo que o cumprimento da obrigação nele contida supostamente dependeria exclusivamente da boa-fé da companhia²⁴⁰.

Não obstante, a nova dinâmica suscitada acima no mercado de Seguros D&O (*hard market*) ressignificou o uso desse instrumento pelas sociedades anônimas e, conseqüentemente, a partir de um processo de tipificação social²⁴¹, influenciou a própria interpretação doutrinária. A mudança começou no próprio nome que passou a ser majoritariamente utilizado para esse instrumento²⁴²: os contratos de indenidade, então, passaram a ser encarados pelos agentes econômicos como uma das alternativas a um mercado securitário enrijecido e mais criterioso; superando-se os questionamentos relacionados à executividade do instrumento, passou-se timidamente a criticar a operacionalidade destes à luz dos deveres dos administradores e dos deveres da sociedade anônima frente ao mercado de capitais.

²³⁹ Nesse sentido, Clara Beatriz conclui: “Diante de tais fragilidades, conclui-se que a carta de conforto, de forma isolada, não constitui a melhor alternativa de proteção ao patrimônio dos administradores”. (FARIA, Clara Beatriz Lourenço., Op. cit., 77).

²⁴⁰ Nesse sentido: “Vislumbram-se dois pontos vulneráveis na carta conforto. Um dos fatores é a sua questionável eficácia em caso de execução judicial. Não tendo o documento uma estrutura definida, ele pode não ser reconhecido em juízo como título executivo extrajudicial, de modo que o seu cumprimento nesse caso passa a depender exclusivamente da boa-fé da sociedade em cumprir o que se obrigou na carta. [...] O segundo fator é o risco de a sociedade ou seus sócios não terem condições financeiras para honrar com as obrigações previstas na carta de conforto. Tal situação se configurará principalmente nas hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica, pois se o administrador é compelido a arcar com eventual condenação face à incapacidade financeira da sociedade para tanto, certamente que a sociedade não poderá ressarcir-lo por tal pagamento.” (FARIA, Clara Beatriz Lourenço., Op. cit., p. 76-77).

²⁴¹ FORGIONI, Paula., Op. cit., p. 135-140. Cf. nota de rodapé 247.

²⁴² Entre os doutrinadores que se utilizavam do termo “carta conforto”, destacam-se os seguintes excertos: “A ‘carta conforto’ é um documento garantidor que a companhia ou os seus acionistas se responsabilizarão pelo pagamento de eventuais custas e honorários advocatícios decorrentes de uma disputa judicial ou indenização contra o administrador da sociedade, mesmo que esse profissional não trabalhe mais na empresa. Isso significa maior segurança para o executivo. São cartas que as sociedades empresárias (‘confortantes’) outorga, aos seus administradores (‘confortados’), comprometendo-se nesse documento a assumirem a responsabilidade por toda e qualquer indenização que eles, porventura, agindo no exercício regular de suas funções, venham a ter de pagar a terceiros. Trata-se de uma garantia pessoal atípica, de natureza extracontratual.” (FERNANDES, Jean Carlos; GUERRA, Ricardo Henrique e Silva., Op. cit., p. 112-113); além deste excerto, também destaca-se: “A carta conforto é um instrumento pelo qual a empresa ou seus sócios se obrigam a ressarcir o administrador por despesas incorridas em razão de demandas judiciais, administrativas ou em procedimentos arbitrais promovidos por terceiros. O referido instrumento não possui previsão na legislação brasileira, derivando dos denominados *indemnification agreements* adotados pelo direito norte-americano.” (FARIA, Clara Beatriz Lourenço., Op. cit., p. 75)

No monitoramento realizado por este trabalho, verificou-se que, já em 2013, havia 5 (cinco) empresas que possuíam disposições indenitárias vinculando a sociedade a desembolsos com os custos de defesa e eventuais indenizações nos processos de responsabilização contra o administrador. Entre estas, destacam-se, por um lado, aquelas que afirmaram possuir apenas disposições indenitárias no Estatuto Social (AMBEV S.A.²⁴³, a B2W S.A.²⁴⁴, a ELETROBRAS S.A.²⁴⁵ e as LOJAS AMERICANAS S.A.²⁴⁶), daquela companhia

²⁴³ Nesse sentido, o Formulário de Referência de 2013 dispõe que: “O estatuto social da Companhia possui disposição em seu artigo 45, abaixo transcrito, regulamentando os procedimentos de defesa dos administradores e empregados em cumprimento de mandato por questões decorrentes do exercício de suas funções. ‘Artigo 45 - A Companhia assegurará aos membros do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal ou aos membros de quaisquer órgãos sociais com funções técnicas destinadas a aconselhar os administradores, a defesa em processos judiciais e administrativos instaurados por terceiros, durante ou após os respectivos mandatos, por atos praticados no exercício de suas funções, inclusive por meio de contrato de seguro permanente, a fim de resguardá-los das responsabilidades por atos decorrentes do exercício do cargo ou função, com o pagamento das despesas processuais, honorários advocatícios, indenizações e quaisquer outros valores decorrentes dos referidos processos. §1º - A garantia prevista no caput deste artigo estende-se aos empregados que regularmente atuarem em cumprimento de mandato outorgado pela Companhia ou sociedades por esta controladas. §2º - Se alguma das pessoas mencionadas no caput ou no § 1º for condenada, por decisão judicial transitada em julgado, em virtude de culpa ou dolo, deverá ressarcir a Companhia de todos os custos e despesas com a assistência jurídica, nos termos da lei.’”. Disponível em: <http://ri.ambev.com.br/>. Acesso em: 7 nov. 2019

²⁴⁴ Nesse sentido, o Formulário de Referência de 2013 dispõe cláusula indenitária relacionada apenas aos custos de defesa, devendo estes serem reembolsados em caso de condenação do administrador por dolo ou culpa: “Nos termos do seu Estatuto Social, a Companhia assegurará aos membros do Conselho de Administração, da Diretoria e do Conselho Fiscal ou aos membros de quaisquer órgãos sociais com funções técnicas destinadas a aconselhar os administradores, a defesa em processos judiciais e administrativos instaurados por terceiros, durante ou após os respectivos mandatos, por atos praticados no exercício de suas funções, inclusive por meio de contrato de seguro permanente, a fim de resguardá-los das responsabilidades por atos decorrentes do exercício do cargo ou função, com o pagamento das despesas processuais, honorários advocatícios e indenizações decorrentes dos referidos processos. A garantia prevista no Estatuto Social da Companhia também se estende aos empregados que regularmente atuarem em cumprimento de mandato outorgado pela Companhia ou sociedades por ela controladas. No entanto, se alguma pessoa mencionada acima for condenada, por decisão judicial transitada em julgado, em virtude de culpa ou dolo, deverá ressarcir a Companhia de todos os custos e despesas com a assistência jurídica, nos termos da lei.’”. Disponível em: <https://static.b2wdigital.com/upload/outrosarquivamentoscvm/00003286.pdf>. Acesso em: 7 nov. 2019.

²⁴⁵ Nesse sentido, dispõe o Formulário de Referência de 2013 da companhia: “Nos termos do artigo 29, parágrafo primeiro, de seu estatuto social, a Eletrobras assegura aos integrantes e ex-integrantes da Diretoria Executiva e dos Conselhos de Administração e Fiscal a defesa em processos judiciais e administrativos contra eles instaurados pela prática de atos no exercício do cargo ou função, desde que não haja incompatibilidade com os interesses da Companhia. A Eletrobras, como descrito acima, suporta apenas os custos da defesa e, portanto, não mantém apólices de seguros relativos a pagamento ou reembolso de despesas suportadas pelos administradores decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou à Eletrobras.’”. Disponível: <https://eletrobras.com/pt/ri/Paginas/Demonstracoes-Financeiras.aspx>. Acesso em: 7 nov. 2019.

²⁴⁶ Nesse sentido, dispõe o Formulário de Referência de 2013 da companhia: “Na Assembleia Geral Extraordinária de 30/04/2012 foi incluída disposição estatutária prevendo a possibilidade de a Companhia assegurar aos membros do Conselho de Administração, da Diretoria e do Conselho Fiscal ou aos membros de quaisquer órgãos sociais com funções técnicas destinadas a aconselhar os administradores, a defesa em processos judiciais e administrativos instaurados por terceiros, durante ou após os respectivos mandatos, por atos praticados no exercício de suas funções, inclusive por meio de contrato de seguro permanente, a fim de resguardá-los das responsabilidades por atos decorrentes do exercício do cargo ou função, com o pagamento das despesas processuais, honorários advocatícios e indenizações decorrentes dos referidos processos, por meio da inclusão do Artigo 34 no Estatuto Social da Companhia.’”. Disponível em: <https://ri.lasa.com.br/informacoes-financeiras/relatorios-cvm?ano=2013>. Acesso em: 7 nov. 2019

que, por outro, afirmava possuir expressamente uma “carta de indenização” para assegurar os administradores (SANTANDER S.A.²⁴⁷).

Percebe-se, portanto, que naquele momento, já havia companhias brasileiras dispendo, a partir de instrumentos e formas contratuais diferentes, uma espécie de *corporate indemnification*. Esse redirecionamento da atenção das companhias às disposições indenitárias, após o período de alta sinistralidade e recrudescimento dos prêmios pagos no ramo securitário do D&O, desperta a atenção dos órgãos reguladores, sobretudo, aos fatores relacionados à operacionalização do contrato dentro dos órgãos sociais da sociedade anônima.

Dessa maneira, até então ignorado, esse mecanismo passou a ser também iluminado no rol dos possíveis instrumentos destinados a assegurar patrimonialmente os administradores. Nesse contexto, observa-se, posteriormente, que, após a então BM&FBovespa S.A. aprovar em assembleia extraordinária a introdução de uma disposição indenitária estatutária, a CVM, em resposta à consulta formulada pela SMI (Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários), manifesta-se oficialmente sobre o assunto, traçando-se um panorama desse mecanismo no Relatório n. 83/2016-CVM/SEP/GEA.

Neste relatório de 2016, verifica-se um esforço da autarquia no monitoramento dos processos administrativos e dos aspectos doutrinários relevantes em relação ao tema. Apenas dois processos administrativos da CVM (RJ 2009-8316 e RJ2011-2595) abordariam essa temática, demonstrando que não havia uma vedação absoluta aos contratos de indenidade. Para além disso, em 2017, a ABRASCA enviou nova minuta de contrato de indenidade à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), na CVM, para análise sobre quais procedimentos e características deveriam ser observados pelas sociedades para se garantir a eficácia e os efeitos deste arranjo contratual (cf. nota de rodapé 24). Esse pedido deu origem a um processo administrativo de normatização, na Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM/CVM), a partir do qual se editou recentemente o Parecer de Orientação CVM n. 38 e, futuramente, nos termos da própria CVM, dará ensejo a uma regulamentação específica sobre o tema.

²⁴⁷ Nesse sentido, dispõe o Formulário de Referência de 2013 da companhia sobre aquilo que denomina como “carta de indenização”: “Em Reunião do Conselho de Administração realizada em 23 de dezembro de 2009 foi aprovada a emissão de cartas de indenização aos atuais e futuros administradores da Companhia, instituições financeiras e/ou associações e/ou empresas não-financeiras direta ou indiretamente controladas pela Companhia. A carta de indenização tem o objetivo de definir os parâmetros de indenização que serão assegurados aos administradores da Companhia, instituições financeiras e/ou associações e/ou empresas não-financeiras direta ou indiretamente controladas pela Companhia, em razão de eventuais danos patrimoniais sofridos em decorrência do exercício regular de suas funções estatutárias.”. Disponível em: <https://www.santander.com.br/ri/relatorios>. Acesso em: 7 nov. 2019.

Se, no Relatório n. 83/2016-CVM/SEP/GEA, apenas 2 (duas) empresas integrantes do Ibovespa admitiam a utilização de disposições indenitárias, atualmente este estudo monitorou 16 (dezesesseis) empresas:

TABELA 5 – DISPOSIÇÕES INDENITÁRIAS NAS EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA O QUADRIMESTRE SET. A DEZ. 2019

EMPRESA	INDENIDADE	EMPRESA	INDENIDADE
AMBEV S/A	SIM	IGUATEMI	NÃO
AZUL	SIM	IRBBRASIL RE	NÃO
B3	SIM	ITAUSA	NÃO
BRASIL	NÃO	ITAUUNIBANCO	NÃO
BRADESCO (BBDC 3)	NÃO	JBS	NÃO
BRADESCO (BBDC 4)	NÃO	KLABIN S/A	NÃO
BBSEGURIDADE	NÃO	KROTON	NÃO
BTGP BANCO	NÃO	LOJAS AMERIC	NÃO
BRADSPAR	NÃO	LOJAS RENNER	NÃO
PETROBRAS BR	SIM	MAGAZ LUIZA	NÃO
BRF SA	SIM	MARFRIG	NÃO
BRASKEM	SIM	MRV	NÃO
BR MALLS PAR	NÃO	MULTIPLAN	NÃO
B2W DIGITAL	SIM (há previsão estatutária)	NATURA	NÃO
CCR SA	NÃO	P.ACUCAR-CBD	NÃO
CIELO	NÃO	PETROBRAS (PETR3)	SIM
CEMIG	SIM (há previsão estatutária)	PETROBRAS (PETR4)	SIM
COSAN	NÃO	QUALICORP	NÃO
SID NACIONAL	SIM (sem previsão estatutária)	RAIADROGASIL	NÃO
CVC BRASIL	NÃO	RUMO S.A.	SIM
CYRELA REALT	NÃO	LOCALIZA	NÃO
ECORODOVIAS	NÃO	SANTANDER BR	SIM
ENGIE BRASIL	NÃO	SABESP	NÃO
ELETOBRAS	NÃO	SMILES	NÃO
ELETOBRAS	NÃO	SUZANO S.A.	NÃO
EMBRAER	SIM	TAESA	NÃO

ENERGIAS BR	NÃO	TIM PART S/A	NÃO
EQUATORIAL	NÃO	ULTRAPAR	NÃO
FLEURY	NÃO	USIMINAS	NÃO
GERDAU	SIM	VALE	SIM
INTERMEDICA	NÃO	TELEF BRASIL	NÃO
GERDAU MET	SIM	VIAVAREJO	NÃO
GOL	NÃO	WEG	NÃO
HYPERA	NÃO	YDUQS PART	NÃO

Fonte: Formulário de Referência 2019 – Sistema CVM

Além dessas empresas integrantes do Ibovespa, as quais o presente estudo consultou o Formulário de Referência, destacam-se, ainda, aquelas sociedades abertas que, por recomendação do Parecer de Orientação CVM n. 38²⁴⁸, enviaram as minutas dos seus Contratos de Indenidade à CVM:

TABELA 6 – CONTRATOS DE INDENIDADE ENVIADOS À CVM DESDE O PARECER DE ORIENTAÇÃO N. 38, DE 25 DE SETEMBRO DE 2018

EMPRESA	DATA DA ENTREGA
PETROBRAS S.A.	11/01/2019
BRF S.A.	19/02/2019
OI S.A.	10/05/2019
VALE S.A.	30/05/2019
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A.	25/06/2019
IDEIASNET S.A.	12/07/2019
LITELA PARTICIPAÇÕES S.A.	19/07/2019
BANESTES S.A. – BCO EST ESPÍRITO SANTO	09/09/2019
COMPANHIA ESTADUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA – CEEE-D	13/09/2019
COMPANHIA ESTADUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA – CEEE-GT	09/10/2019
GERDAU S.A.	13/09/2019
METALÚRGICA GERDAU S.A.	17/09/2019
MARCOPOLO S.A.	17/09/2019
LINX S.A.	01/10/2019
	03/10/2019

²⁴⁸ Nesse sentido: “Enquanto não houver disposição específica na regulamentação da CVM, as companhias devem disponibilizar os documentos e informações mencionados nos parágrafos anteriores conforme orientação a ser expedida pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), cabendo ressaltar que já foi criada a categoria “Contratos de Indenidade”, no Módulo IPE do Sistema Empresas.NET, para o envio dos referidos contratos.”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare038.html>. Acesso em: 7 nov. 2019.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO	08/10/2019
BRASKEM S.A	21/10/2019

Fonte: Módulo IPE - CVM

Nesse monitoramento do desenvolvimento do instituto, percebe-se que a prática empresarial nacional acaba dando contornos peculiares a este instrumento. As disposições indenitárias — prática historicamente difundida na *corporate law* norte-americana — são iluminadas na prateleira brasileira das garantias patrimoniais dos administradores somente após as restrições decorrente do período de *hard market* no mercado dos Seguros D&Os²⁴⁹. Conforme já se ressaltou no desenvolvimento desse instituto no cenário norte-americano, esse fenômeno se apresenta em ordem inversa naquele país: o Seguro D&O angaria adeptos e se consolida no mercado norte-americano diante de decisões judiciais e legislações estaduais que passaram a restringir o alcance da *corporate indemnification*, como em *New York Doc Co., Inc. v. McCollum* (1939), em um contexto no qual as próprias sociedades empresariais se tornaram vulneráveis em cumprir com esses acordos de indenização diante da alta litigiosidade dos acionistas com os administradores.

Além disso, a própria intenção contratual, que pressupõe a adoção do contrato de indenidade, é diferente no Brasil *vis à vis* a prática norte-americana. Nos EUA, o Seguro D&O é considerado um mecanismo complementar e adicional à cobertura da *corporate indemnification* (cf. nota de rodapé 186). Por outro lado, na prática brasileira, o Contrato de Indenidade passa a ser identificado como um instrumento complementar ao Seguro D&O,

²⁴⁹ Ainda para reforçar esse fenômeno, destaco novamente as considerações do presidente da ABRASCA que, ao defender a minuta de contrato de indenidade enviada à CVM, aduz que: “Este cenário aponta, portanto, para a necessidade de se estabelecer normas para regular eventual relação contratual de indenidade. Trata-se de um contrato de indenização firmando pela companhia e seus administradores em caráter complementar ao seguro D&O. O instrumento já foi analisado pela CVM, que admitiu a existência dos contratos, mas não deixa claro quais características devem ser observadas para assegurar seus efeitos. [...] Cabe ressaltar que o aumento dos riscos no exercício das funções administrativas de uma companhia aberta, pode afugentar executivos e conselheiros competentes de empresas que necessitam de gestão altamente qualificada. A situação de companhias que passam por processos de investigação é ainda mais desafiadora sendo determinante sua capacidade de atração de talentos. Certamente a regulamentação dos contratos de indenidade em complementação ao seguro D&O seria uma medida importante para instrumentalizar essas companhias e possibilitar a construção de times vencedores.” (PLOGER, Alfried., Op. Cit.).

sendo, por conseguinte, considerado mais amplo que este (ampliação do limite global assegurado²⁵⁰ e das coberturas indenizáveis²⁵¹)²⁵².

Nesse sentido, destacam-se alguns dos preâmbulos dos Contratos de Indenidade de companhias brasileiras, que demonstram as percepções ora suscitadas:

TABELA 7 – DESCRIÇÃO DO PREÂMBULO DOS CONTRATOS DE INDENIDADE: AMPLIAÇÃO DO ESCOPO DO SEGURO D&O

COMPANHIA	PRÊAMBULO CONTRATUAL
PETROBRAS S.A.	“[...] CONSIDERANDO QUE o seguro de responsabilidade civil de administradores e assemelhados contratado pela Companhia tem cobertura limitada, expondo os Beneficiários ao risco de, em determinadas circunstância excepcionais, arcar pessoalmente, dentre outras obrigações, com custos e despesas referentes a procedimentos arbitrais, administrativos e judiciais, inclusive de natureza investigatória, no Brasil e no exterior, que videm a imputar a responsabilidade pelo exercício de suas funções; [...]”
VALE S.A.	“[...] As PARTES reconhecem que o Seguro de Responsabilidade Civil de Diretores e Conselheiros (D&O) contratado pela VALE tem uma cobertura limitada e que sua contratação depende de diversos fatores externos aos interesses da VALE; [...]”

²⁵⁰ Nesse sentido, exemplificadamente, destaca-se o Formulário de Referência da OI S.A. (2019), que dispõe sobre a ausência de limite global máximo nesses instrumentos: “Como é usual em compromissos dessa natureza, não há um limite global ou anual da cobertura garantida, tampouco um período de cobertura pré-estabelecido, desde que o fato gerador da indenização tenha ocorrido durante o exercício das funções do beneficiário na Companhia.”. Disponível em: https://www.oi.com.br/ri/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43591. Acesso em: 7 nov. 2019. Não obstante, destaco algumas empresas que limitam essa cobertura, conforme será analisado no capítulo subsequente. Esses valores, entretanto, superaram consideravelmente o limite máximo global de suas apólices D&O.

²⁵¹ Dessa maneira, ainda que o contrato de indenidade não indenize as despesas decorrentes de ações sociais (custos de defesa ou indenização) ou do termo de compromisso, segundo orientação da CVM — o que pode ser assegurado com a contratação de coberturas adicionais no Seguro D&O —, a prática comercial confere àquele instrumento maior amplitude, mormente porque não há limite máximo global nessas garantias. Dessa maneira, discorda-se, por exemplo, de Ilan Goldberg (2013, p. 434), que caracteriza o contrato de indenidade como um instrumento mais restritivo (*vis à vis* o Seguro D&O) no que tange às indenizações, uma vez que entendo que, nesse contexto, o limite máximo global se torna mais importante que eventuais inexistências de coberturas específicas no Contrato de Indenidade.

²⁵² Nesse contexto de complementariedade entre o Seguro D&O e o Contrato de Indenidade, sugiro ser interessante ressaltar dois casos peculiares (e opostos) com os quais essa pesquisa se deparou. No Contrato de Indenidade da BRF S.A., por exemplo, a empresa se vincula contratualmente a possuir um Seguro D&O, tornando este instrumento um direito contratual do administrador: “Cláusula Quinta: Contratação de Seguro D&O. A BRF deverá contratar e manter os seguros usualmente utilizados por sociedades de capital aberto para assegurar a proteção de seus administradores, inclusive o Garantido, por responsabilidade pessoal (‘Seguro D&O’).”. Por outro lado, a LITELA PARTICIPAÇÕES S.A., em seu Contrato de Indenidade, prevê que estes instrumentos seriam alternativos, escolhidos a critério da companhia: “2.1.4. Alternativamente e mediante exclusivo critério da Empresa, o Administrador pode vir a ter, a seu favor, contratado pela Empresa ou por terceiro, junto à empresa de primeira linha, seguro de responsabilidade civil cuja apólice cobra o objeto do presente instrumento e possua o mesmo prazo de vigência. Nessa hipótese, o presente contrato ficará resolvido de pleno direito, ficando a Empresa isenta das obrigações ora previstas.”. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/>. Acesso em 24 nov. 2019.

IDEIASNET S.A.	“[...] CONSIDERANDO QUE o seguro de responsabilidade civil para administradores e diretores contratado pela Companhia nos termos da Apólice de Seguro n. 03.10.1.001125 em 03.01.2019 (“D&O”) tem uma cobertura limitada, expondo o Beneficiário ao risco de, em determinadas circunstâncias, arcar pessoalmente, dentre outras obrigações, com custos e despesas referentes a procedimentos administrativos, arbitrais e judiciais, inclusive de natureza investigatória, no Brasil e no exterior, que visem a imputar ao Beneficiário a responsabilidade pelo exercício de suas funções no âmbito [do Conselho de Administração / da Diretoria] da Companhia; [...]”.
OI S.A.	“[...] [CONSIDERANDO QUE] As Partes reconhecem que a Apólice de Seguro <i>Directors & Officers</i> (D&O) tem uma cobertura limitada e que seu acionamento depende de diversos fatores externos aos interesses da Oi.”
GERDAU S.A.	“ [...] [CONSIDERANDO QUE] O exercício das referidas funções importa na assunção de responsabilidades pelo ADMINISTRADOR, que podem acarretar na obrigação de pagamento de indenizações e/ou penalidades a terceiros, não cobertas pelo Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores da GERDAU e/ou SOCIEDADES (“Seguro D&O”); [...]”
LINX S.A.	“[...] [CONSIDERANDO QUE] As Partes reconhecem que o Seguro de Responsabilidade Civil de Diretores e Conselheiros (“Seguro D&O”) contratado pela Linx possui limitações que podem expor o Beneficiário ao risco de, em determinadas circunstâncias, arcar pessoalmente, dentre outras obrigações, com custos e despesas referentes a procedimentos arbitrais, administrativos e judiciais, inclusive de natureza investigatória, no Brasil e no Exterior, que visem imputar responsabilidade pelo exercício de suas funções.; [...]”

Fonte: Módulo IPE – Sistemas CVM.

Dessa forma, na atual prática societária, o que se verifica é que o Contrato de Indenidade passou a ser encarado como um instrumento para corrigir determinadas externalidades negativas de um *hard market* no ramo do Seguro D&O, após a Lava-Jato. Uma vez disposto também sobre o desenvolvimento histórico desse instituto, no próximo capítulo, o trabalho busca traçar os aspectos gerais desses institutos no direito brasileiro. Posteriormente, no capítulo derradeiro, buscar-se-á analisar então criticamente a pergunta condutora do presente capítulo, qual seja se há arranjos formais destinados a monitorar ou arrefecer o risco moral dessas garantias contratuais em relação ao padrão de diligências nas decisões empresariais.

3. ASPECTOS GERAIS DO REGIME JURÍDICO APLICÁVEL AO SEGURO D&O E AO CONTRATO DE INDENIDADE

3.1. REGIME JURÍDICO DO SEGURO D&O: ESTRUTURA, CONTRATAÇÃO, COBERTURAS E EXCLUSÕES

Antes de aduzir considerações específicas sobre o regime jurídico do Seguro D&O, faz-se mister definir a causa jurídica deste, sobretudo para traçar um norte interpretativo capaz de conduzir a exposição dos arranjos formais que o regulam. O Seguro D&O, pela própria prática contratual, apresenta-se como um instrumento bem mais amplo que um mero seguro de responsabilidade civil (cf. nota de rodapé 5). Isso se verifica, portanto, na análise dos efeitos jurídicos desse instrumento, capazes de transferir o risco patrimonial que recai sobre os administradores.

Dessa maneira, o principal efeito jurídico (causa) na adoção de um Seguro D&O consiste na transferência do risco patrimonial, tanto dos administradores (*side a*) quanto da própria sociedade (*side b e c*), a uma seguradora, mediante uma contraprestação financeira (prêmio)²⁵³, em virtude de eventuais processos de responsabilização (*eg.*, trabalhista, antitruste, tributária, societária, administrativa, civil etc). Dessa maneira, o Seguro D&O comporta, primariamente, o interesse legítimo dos administradores, e contempla, ainda, interesse secundários, como o da própria sociedade em relação aos riscos patrimoniais decorrentes dos custos de defesa e eventuais indenizações e multas nos processos de responsabilização²⁵⁴.

Passamos, então, a descrever os principais aspectos relacionados à estruturação e à contratação dessas apólices, abordando nesse interstício as ferramentas regulatórias *ex ante*. Posteriormente, à luz das ferramentas regulatórias *ex post* contratação, abordaremos os principais aspectos relacionados às coberturas e às exclusões securitárias.

3.1.1 ESTRUTURA E CONTRATAÇÃO DO SEGURO D&O (FERRAMENTAS REGULATÓRIAS EX ANTE)

Há diversos elementos intrigantes na **estruturação** do Seguro D&O. Ater-me-ei aos elementos relacionados à classificação e à natureza jurídica desse instrumento contratual. Dessa maneira, atribui-se às apólices de D&O a classificação de um “seguro multirrisco de natureza

²⁵³ A Circular SUSEP n. 553/2017 possibilita que esta apólice seja também contratada diretamente pelos administradores (pessoa física), conforme art. 4º, §3º. Em que pese essa facultatividade conferida pela SUSEP, cabe destacar que, após monitoramento de Ilan Goldberg, não existe até o momento esse mercado no Brasil (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 350).

²⁵⁴ Nesse sentido, destaca-se a concepção de causa de Ilan Goldberg: “[...] mediante o pagamento do prêmio pela sociedade (tomadora), opera-se a transferência dos riscos financeiros que, frise-se, em razão do ato de gestão, pesam sobre o patrimônio pessoal do administrador à seguradora, cuja obrigação contemplará tanto os custos de defesa quanto a indenização propriamente dita, respeitando-se os limites convencionados.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 154).

mista”, uma vez que engloba uma série de riscos para além da responsabilidade patrimonial pessoal do administrador, seja no contrato principal seja nas denominadas “extensões de coberturas” e “cláusulas adicionais”²⁵⁵. Dessa forma, o que se verifica é que, na prática contratual, o Seguro D&O engloba propriamente os “riscos da administração”²⁵⁶, tutelando, não obstante, os interesses dos administradores de forma primária.

Na apólice da AIG SEGUROS BRASIL S.A.²⁵⁷, a título meramente exemplificativo (cf. nota de rodapé 5), a seguradora destaca as seguintes extensões de coberturas, ao tutelar interesses dos administradores (em riscos primários e acessórios) e interesses também da sociedade tomadora: (i) extensão de cobertura para diretor de entidade externa; (ii) extensão de cobertura para multas e penalidades; (iii) extensão de cobertura para bens e liberdade; (iv) extensão de cobertura para bloqueio e indisponibilidade de bens; (v) extensão de cobertura para custos emergenciais; (vi) extensão de cobertura para danos morais; (vii) extensão de cobertura para extradição; (viii) extensão de cobertura para custos de investigação; (ix) extensão de cobertura para novas subsidiárias; (x) extensão de cobertura para práticas trabalhistas; (xi) extensão de cobertura para prazo complementar perpétuo para demissões voluntárias; (xii) extensão de cobertura para prazo complementar perpétuo para aposentados; (xiii) extensão de cobertura para proteção da imagem pessoal; (xiv) extensão de cobertura para responsabilidade tributária; (xv) extensão de cobertura para garantias pessoais; (xvi) extensão de cobertura para inabilitação de um segurado; (xvii) extensão de cobertura para opção para utilização de apólice internacional. Além disso, há coberturas adicionais e particulares, sujeitas também à contratação específica: (xviii) cobertura adicional para herdeiros, sucessores, representantes legais, espólio, cônjuge e/ou companheiro(a) das partes seguradas; (xix) cobertura adicional para gerenciamento de crise para empresas de capital fechado; e (xx) cobertura adicional para eventos extraordinários com reguladores.

Além disso, cabe ressaltar a especificidade com a qual a própria regulamentação específica do Seguro D&O, a Circular SUSEP n. 553, de maio de 2017, diferencia este dos demais integrantes do ramo de responsabilidade civil (art. 6º). Isto porque, segundo a Circular, o Seguro D&O não deve cobrir os riscos de responsabilização dos segurados em decorrência dos (i) danos causados a terceiros quando os beneficiários não estiverem no exercício dos seus

²⁵⁵ LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 106, 107.

²⁵⁶ LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 108.

²⁵⁷ Disponível em: <https://www.aig.com.br/content/dam/aig/lac/brazil/documents/brochure/2017-cc-deo-553-capital-fechado.pdf>. Acesso em 08 nov. 2019. Essas mesmas previsões são encontradas também, em condições bastantes similares, nas minutas de apólices da CHUBB SEGUROS DO BRASIL S.A. e da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A.

cargos (situação que se enquadra no seguro de responsabilidade civil geral); (ii) dos danos provocados a terceiros quando o segurado estiver no exercício de profissões liberais, ou quanto estiver fora do exercício de seus cargos na empresa tomadora (situação que se enquadra no seguro de responsabilidade civil profissional); e (iii) dos danos ambientais (inseridos no seguro de responsabilidade civil de riscos ambientais). Portanto, o Seguro D&O engloba apenas os atos de gestão empresarial (atos administrativos), devendo os eventuais danos excluídos pelo art. 6º da Circular SUSEP n. 553 ser assegurados pela contratação dos seguros correspondentes.

Há ainda importante elemento na estruturação desse seguro relacionado à natureza jurídica do instrumento: o Seguro D&O atrai a incidência da legislação protetiva consumerista? Essa questão não se encontra pacificada na jurisprudência, tampouco na doutrina. Torna-se, ainda, uma questão delicadíssima diante das características da contratação dessas apólices no Brasil, que são notadamente engessadas (padronizadas), atraindo as peculiaridades de uma modalidade de contrato de adesão.

Entendo que o Seguro D&O tende a ser um seguro não massificado²⁵⁸. Isto é, há espaço para a autonomia de vontade da sociedade tomadora personalizar a apólice com as condições especiais que deseja no momento da contratação. Apesar de apresentar cláusulas e condições engessadas (em virtude, sobretudo, da regulamentação específica da SUSEP), há espaço para manifestação e personalização das condições presentes na apólice, conforme propriamente se verifica nos exemplos de coberturas adicionais e coberturas extensivas ilustradas acima.

Ademais, principalmente em relação às sociedades anônimas abertas, que são o escopo analisado neste estudo, entendo que a relação jurídica pré-contratual ao Seguro D&O se estabelece, em regra, entre partes hipersuficientes. Em geral, as sociedades tomadoras não possuem nenhuma hipossuficiência técnica, jurídica ou econômica; ao contrário, é uma praxe entre essas companhias a existência de uma área específica de gerenciamento de riscos ou, ainda, de uma política de gerenciamento de riscos, a partir da qual as apólices D&O são orçadas e contratadas no mercado²⁵⁹.

²⁵⁸ Nesse sentido: “Vale dizer ainda quanto à estrutura, que o seguro D&O se classifica dentre a espécie dos seguros de grandes riscos, em oposição à espécie dos seguros chamados massificados. Isto decorre da percepção de que, em regra, de um lado – tomador e administradores – e do outro – seguradora – não se apresentam como vulneráveis e, portanto, legitimados à tutela protetiva.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 321); RAMOS, Maria Elisabete Gomes. **O seguro de responsabilidade civil dos administradores: entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura**. Coimbra: Almedina, 2010, p. 318: “O seguro de responsabilidade civil dos administradores, para além de ser um seguro voluntário, tende a ser um seguro não massificado.”

²⁵⁹ Deve-se destacar, por exemplo, que é uma praxe dentre as sociedades anônimas abertas a existência de uma área específica destinada ao gerenciamento de risco e/ou a própria existência de uma política de gerenciamento de risco. Na 13ª edição do estudo da KPMG, “A governança corporativa e o mercado de capitais”, por exemplo, observou-se que 52% das empresas estudadas apresentavam uma área específica destinada ao gerenciamento de risco. Além disso, a Instrução Normativa n. 552 da CVM determina que as companhias expliquem as políticas de

Dessa maneira, em regra, consigno que esses arranjos contratuais se inserem dentro de um escopo de seguro de grandes riscos, na modalidade de adesão, à luz de partes geralmente hipersuficientes, que exercem legitimamente a autonomia de vontade na personalização das apólices. Por óbvio, essa presunção de hipersuficiência pode ser afastada para a aplicação da legislação consumerista (*eg.*, em uma remota hipótese de contratação direta pelo administrador ou por alguma pequena ou média empresa); não obstante, em regra, entendo que a aplicação do Código Civil, sobretudo no que tange aos artigos que protegem as partes contratantes na modalidade de adesão (art. 423 e 424, do CC), é suficiente para a proteção da sociedade tomadora²⁶⁰. Essa posição, por exemplo, encontra respaldo em julgado do TJSP (cf. nota de rodapé 260).

Além disso, deve-se ressaltar que atualmente se aplica à contratação do Seguro D&O a disciplina de contratos abertos, em apólices à base de reclamação (com notificação). Isso porque, na prática contratual desse Seguro D&O no Brasil, são as próprias sociedades que contratam as coberturas em favor dos administradores e de maneira aberta (isto é, direcionada aos administradores presentes e futuros que a integrem)²⁶¹. Os administradores (segurados) são beneficiados pela contratação, nutrindo legítimo interesse em relação à apólice com a

gerenciamento de risco que possuam e, caso não tenham, que justifiquem o porquê dessa ausência. Nesse sentido, 93% das empresas passaram a explicar no Formulário de Referência a presença ou ausência das políticas de riscos. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/12/governca-corporativa-mercado-capitais.pdf>. Acesso em: 30 out. 2019.

²⁶⁰ Art. 423 e 424 do Código Civil: “Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente; art. 424. Nos contratos de adesão, são nulas as cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio.”. Destaco, nesse sentido, as conclusões de Ilan Goldberg: “Por mais que o arcabouço legal e regulatório dos contratos de seguro no Brasil conduza, obrigatoriamente, à sua padronização e que, por consequência, as contratações ocorram invariavelmente por adesão, é preciso interpretar as situações que dizem respeito aos vulneráveis e aos não vulneráveis de modo distinto. Com especial atenção ao contrato de seguro D&O, por observar-se que a contratação se dá entre hipersuficientes entende-se pela não aplicação da lei protetiva, sem prejuízo, obviamente, de que se apliquem os remédios previstos no Código Civil, isto é, às relações paritárias. Em síntese, o fato de haver contratação por adesão não implica, automática e necessariamente, a aplicação da lei protetiva.” (GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 337). Em sentido próximo, destaco ainda as considerações de Maurício Andere Von Bruck Lacerda. O autor aduz que o ordenamento brasileiro não faria diferenciação entre o “seguro de massa” e o “seguro de grandes riscos”, de modo que não caberia ao intérprete definir parâmetros para diferenciá-los. Não obstante, assim como Ilan Goldberg, classifica o Seguro D&O como um contrato de adesão, podendo ter a aplicação do CDC caso se constate faticamente os requisitos dos arts. 2º e 3º do diploma consumerista. (LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., *Op. cit.*, p. 122-125). De maneira completa, este autor define o Seguro D&O como um negócio jurídico bilateral sinalagmático, oneroso, consensual, comutativo, de execução continuada, por adesão e empresarial (LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., *Op. cit.*, p. 114-115). Por fim, como resquício da aplicação jurisprudencial desse entendimento em relação à natureza jurídica do Seguro D&O, destaco a Apelação n. 1066289-35.2013.8.26.0100, na qual o TJSP manteve sentença que negou o pedido da empresa tomadora do Seguro D&O ao recebimento de valores desembolsados pela companhia em acordo na CVM, em um contexto no qual a companhia teria se sub-rogado nas indenizações a serem recebidas pelos seus dois ex-administradores, visto que pagou integralmente o acordo. Nesse julgado, o TJSP entendeu que não seria o caso da aplicação do CDC para anular uma cláusula limitativa de direito (aplicada no caso para negar a cobertura), uma vez que não haveria “hipossuficiência técnica” da companhia tomadora, à luz da grande experiência desta nesse tipo de contratação.

²⁶¹ GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 347.

cobertura *side a*; não obstante, verifica-se que há centros de interesses distintos entre o tomador e o segurado, atraindo os debates acerca do enunciado normativo do art. 767 do Código Civil^{262,263} Essa disciplina de contratação se reputa importante, principalmente, para se analisar a natureza jurídica do direito autônomo do administrador, ante, *eg.*, omissões relevantes da sociedade tomadora no momento da contratação da apólice.

Por fim, no que tange ao aspecto jurídico-securitário da **contratação** do D&O, esta deve se dar, conforme mencionado no parágrafo anterior, exclusivamente mediante apólices à base de reclamações (*claims made basis*), à luz do art. 4º, § 1º, da Circular SUSEP n. 553. O fato gerador do sinistro passa a se voltar à reclamação do terceiro, sendo a cobertura assegurada mediante o cumprimento de duas condicionantes: (i) os danos devem ter ocorrido durante o período de vigência da apólice (ou durante o período de retroatividade); e (ii) o terceiro deve apresentar a reclamação ao segurado durante a vigência da apólice ou durante o prazo complementar ou suplementar, quando estes forem aplicáveis²⁶⁴.

Além disso, a SUSEP permitiu a inclusão de uma modalidade de apólice especial à base de reclamação, qual seja aquela que contenha cláusula de notificação²⁶⁵. Dessa forma, a

²⁶² Art. 767 do Código Civil: “Art. 767. No seguro à conta de outrem, o segurador pode opor ao segurado quaisquer defesas que tenha contra o estipulante, por descumprimento das normas de conclusão do contrato, ou de pagamento do prêmio.

²⁶³ Nesse sentido: “A contratação pelas sociedades por conta de seus executivos demonstrou, claramente, uma distinção entre aquele que contratava o seguro – a sociedade, denominada tomadora do seguro – e os destinatários da cobertura securitária em si, os administradores segurados. Entendia-se, à época, que o interesse legítimo deflagrador da contratação seria apenas o dos administradores. Atualmente, há inclusive quem afirme o contrário, isto é, que o maior interesse tutelado pelo contrato seria o da sociedade, sem embargo do interesse dos chamados *stakeholders* – trabalhadores, consumidores, colaboradores, o meio-ambiente, os concorrentes, em suma, uma contratação que deve ser concluída em atenção à sua função social.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 349). Deve-se destacar, ainda, os eventuais conflitos de interesse em relação à apólice global, por exemplo, que encobre em conjunto as coberturas A, B e C, o que claramente expõe os interesses diferentes entre a empresa tomadora (diretamente beneficiada na cobertura C) e os interesses dos administradores-segurados (diretamente beneficiados com os desembolsos da seguradora nas coberturas A), à luz de um mesmo limite máximo global (cf. nota de rodapé 297).

²⁶⁴ Nesse sentido, destaca-se a própria definição da Circular SUSEP n. 553: “Art. 3º, inc. II - apólice à base de reclamações (*‘claims made basis’*): forma alternativa de contratação de seguro de responsabilidade civil, em que se define, como objeto do seguro, o pagamento e/ou o reembolso das quantias, respectivamente, devidas ou pagas a terceiros, pelo segurado, a título de reparação de danos, estipuladas por tribunal judicial civil, decisão arbitral ou decisão administrativa, ou por acordo aprovado pela sociedade seguradora, desde que: a) os danos tenham ocorrido durante o período de vigência da apólice ou durante o período de retroatividade; e b) o terceiro apresente a reclamação ao segurado: 1. durante a vigência da apólice; ou 2. durante o prazo complementar, quando aplicável; ou 3. durante o prazo suplementar, quando aplicável.”.

²⁶⁵ Nesse sentido, ressalta-se a própria definição da Circular SUSEP n. 553 em relação às apólices à base de reclamações, com cláusula de notificações: “tipo especial de contrato celebrado com apólice à base de reclamações, que faculta, ao segurado, exclusivamente durante a vigência da apólice, a possibilidade de registrar, formalmente, junto à seguradora, fatos ou circunstâncias potencialmente danosos, cobertos pelo seguro, mas ainda não reclamados, vinculando a apólice então vigente a reclamações futuras que vierem a ser apresentadas por terceiros prejudicados (se o segurado não tiver registrado, na seguradora, o evento potencialmente danoso, e este vier a ser reclamado, no futuro, por terceiros prejudicados, será acionada a apólice que estiver em vigor por ocasião da apresentação da reclamação).”.

notificação de expectativa de reclamação à seguradora, durante a vigência da apólice, permite a cobertura superveniente de eventuais riscos a ela relacionada²⁶⁶. Afirma-se, por um lado, que a inclusão desta modalidade possibilita uma gestão de riscos proativa pela companhia tomadora/segurada; por outro, parte da doutrina se vale da experiência em mercados estrangeiros mais desenvolvidos para afirmar que as companhias invariavelmente abusam dessa modalidade, notificando diversas expectativas de sinistros ante a iminência do fim do contrato que não será renovado (*laundry lists*)²⁶⁷.

Ainda no que tange aos aspectos relacionados à contratação do Seguro D&O, mais dois destaques. O primeiro deles relacionado à precificação dos prêmios pelas seguradoras. Esse elemento está intimamente relacionado à empresarialidade (qualificação jurídica da seguradora) e ao risco assegurável (que torna legítimo o interesse do segurado), sendo estes elementos essenciais ao próprio contrato de seguro²⁶⁸. A fixação do prêmio está diretamente relacionada ao risco assegurado, sendo, portanto, o preço dessa garantia.

Não há estudos qualitativos ou quantitativos sobre a precificação do Seguro D&O no Brasil. Não obstante, na doutrina estrangeira, tal atividade se revela com algum grau de objetividade (algoritmo de cada seguradora) e/ou algum grau também de subjetividade (decisão do subscritor de fixar o exato prêmio a ser oferecido à companhia tomadora)²⁶⁹. Dessa forma,

²⁶⁶ A título de exemplo, destaca-se as condições gerais da Zurich relacionada à notificação de expectativa: “9.2 Notificação de Expectativa: Se durante o Período de Vigência do Seguro, o Tomador ou qualquer Segurado tomar conhecimento de fatos ou circunstâncias que apresentem potencial possibilidade de originar futura Reclamação contra qualquer dos Segurados, a Seguradora poderá ser informada por meio de uma Notificação de Expectativa escrita acerca dos referidos fatos ou circunstâncias ocorridas entre a Data Limite de Retroatividade (inclusive) e o Término do Período de Vigência do Seguro.”. Disponível em: <https://www.zurich.com.br/pt-br/empresariais/linhas-financieiras/do>. Acesso em: 8 nov. 2019.

²⁶⁷ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 361.

²⁶⁸ Nesse sentido: “A definição de contrato de seguro acolhida pela norma comentada é construída a partir de cinco elementos: garantia, interesse, risco, prêmio e empresarialidade.”. Ainda dispondo sobre a fixação do prêmio e a interconexão com a empresarialidade e ao risco assegurável: “O prêmio é prestação essencial do segurado ou do estipulante. É o preço da garantia. Quem focar a indenização como elemento essencial do seguro – e não a garantia – deparará com absurda desproporção. Uma prestação ínfima (prêmio) e outra agigantada (indenização). Esse equívoco induz à ilusória aleatoriedade e a solução estranhas à comutatividade das relações negociais, ideia esta especialmente cara para o negócio securitário. [...] Com base no conhecimento da regularidade dos sinistros e da intensidade de seus efeitos, pelo estudo do risco, deve ser achado o valor adequado para fazer frente aos eventos (prêmio puro de risco). Tal só é possível por meio de massificação e homogeneização dos riscos, que depende, de forma inafastável, da empresarialidade, elemento adiante comentado.” (TZIRULNIK, Ernesto et al., Op. cit., p. 43, 60)

²⁶⁹ Em estudo realizado sobre o processo de subscrição, inserido dentro de um contexto a partir do qual a seguradora pode reintroduzir a função dissuasória da legislação societária, Tom Barker e Sean J. Griffith descrevem e analisam esse processo de precificação e subscrição (*underwriting and risk assessment*). Nesse sentido, sobre os métodos escolhidos nessa subscrição: “The underwriters we interviewed all had their own method of assessing D&O risk, the precise details of which they were typically unwilling to share. Some claimed that their underwriting process was driven by a mathematical model, while others described hashing out these decisions in discussion with colleagues around a large table. All of the underwriters we talked to, however, emphasized the importance of individual risk rating.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 508, 509)

o processo de subscrição e avaliação do risco torna-se uma importante ferramenta regulatória *ex ante* que dissuade o risco moral societário. Esse processo é descrito, detidamente, a partir de três fontes de informações: (i) inicialmente, a partir de um questionário, os subscritores obtêm informações relacionadas à experiência prévia dos administradores, ao histórico de processos contra a sociedade e contra os administradores, à existência de planos de aquisições ou emissões de valores mobiliários e, ainda, ao conhecimento de atos ou omissões por parte de algum dos segurados que possa dar origem a reivindicações²⁷⁰; em seguida, os subscritores realizam as próprias pesquisas, valendo-se de relatórios públicos, análises de empresas especializadas em governança corporativa e reuniões confidenciais com os próprios administradores²⁷¹; por fim, (iii) há uma análise meticulosa dos dados financeiros e dos indicadores quantitativos e fundamentalistas da companhia.

Dessa maneira, sobretudo na experiência estrangeira, há indícios de que o processo de subscrição e fixação dos prêmios leva em consideração a saúde financeira e a governança corporativa da empresa²⁷². Isso justifica, por conseguinte, a importância desse processo enquanto arranjo regulatório capaz de gerenciar os riscos patrimoniais dos administradores e os riscos de violações societárias (traduzidas, portanto, na fixação do prêmio da apólice), tornando a seguradora uma importante gerenciadora de riscos (*insurance as a risk management tool*²⁷³).

²⁷⁰ Nesse sentido: “First, there is an application process through which underwriters elicit basic information, including the experience of covered officers and directors and the claims history of the corporation, plans for acquisitions or securities issuances, and whether any prospective insured has ‘prior knowledge’ of acts or omissions likely to give rise to a claim. The written application also contains an important bonding mechanism: forcing the prospective insured to commit to the veracity of all written statements and documents furnished in connection with the application. Because an applicant furnishing untrue information creates the basis for a subsequent rescission action, the credibility of information provided through the application is enhanced.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 510).

²⁷¹ Nesse sentido: “Second, underwriters conduct their own independent research. They use a wide variety of publicly available data sources including SEC filings, Bloomberg reports, analyst ratings, corporate governance reviews from specialized providers such as the Corporate Library, and industry-specific forensic accounting studies that identify potential problem areas for further inquiry. [...] In addition to this publicly available data, underwriters have access to private information through a series of meetings with the prospective insured’s senior managers—often the chief financial officer or treasurer—as well as members of the accounting and legal departments and occasionally, for smaller or exceptionally risky companies, the chief executive officer. At these ‘underwriters’ meetings,’ prospective insureds present information about their business model, strategies, and risks while underwriters ask questions and gather further information. As one corporate risk manager described the goal of the presentation: ‘We don’t buy insurance. We sell risk.’ Much of the information gathered during the underwriters’ meeting and in any subsequent inquiries may not be publicly available.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 511).

²⁷² Nesse sentido: “As one participant in our study remarked, there are two ‘pillars’ of D&O underwriting: ‘Number one is the financial health of the [company]. Number two is how good that company [is] at governing itself.’ As just described, the financial analysis assesses the potential for a sudden investment loss of any sort. Evaluation of corporate governance assesses the probability that the investment loss will be linked to corporate or securities law violations.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 516).

²⁷³ A doutrina aponta quatro funções principais ao Seguro D&O. A função econômica, descrita inclusive na causa do Seguro D&O neste trabalho, seria o custeio das indenizações e dos custos de defesa por eventuais ilícitos culposos dos administradores nos atos de gestão da companhia. Além de proteger também a companhia (*side c*),

O Código Civil brasileiro, direta ou indiretamente, vincula importantes dispositivos destinados a regular essa ferramenta regulatória (arts. 759, 765 e 766²⁷⁴).

Nesse processo de contratação, o segundo destaque se refere às informações prestadas à seguradora e à cláusula de divisibilidade de declarações (*severability or innocent director clause*). O processo de subscrição do D&O possui o condão de ser extremamente dispendioso à seguradora²⁷⁵, de modo que a higidez e a máxima boa-fé de todos os agentes envolvidos na

o Seguro D&O possibilita que a sociedade empresária possa investir eventual quantia que estaria imobilizada para pagamentos de despesas com processos judiciais presentes e vindouros. Há também a função neste ponto desenvolvida, qual seja a de gerenciar riscos. Há ainda a função mais atrelada ao Seguro D&O pela doutrina, que é encarar neste mecanismo uma forma de atrair gestores qualificados. Por fim, importante doutrina estrangeira atrela o Seguro D&O ao desenvolvimento da governança corporativa no ambiente empresarial. Essas quatro funções são descritas, por exemplo, em: MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P., Op. cit., p. 86-92. Além disso, a doutrina securitária em geral concebe três papéis ao seguro, o que entendo que também se aplica ao Seguro D&O em determinada medida: (i) o seguro proporcionaria ao segurado uma sensação de confiança sobre o futuro, arrefecendo a ansiedade sobre o desconhecido (função subjetiva); (ii) o seguro proporcionaria previsibilidade na atividade econômica, transformando riscos imprevisíveis em custos (prêmios) determinados (função objetiva); e, por fim, (iii) o seguro proporciona uma maior segurança social e econômica (função socioeconômica), sendo, ainda, um grande vetor no desenvolvimento econômico. Nesse sentido, destaco o seguinte excerto: “Insurance performs important functions in social life, with both objective and subjective aspects. Objectively it provides a mechanism for solving many of the problems inherent in the unpredictable character of human life. It ensures that if a home burns another will take its place, that if a breadwinner dies prematurely his children will not starve or go without an education, that if a ship sinks its owner and the owners of its cargo may continue in business without the traumatic experience of bankruptcy. In short, it provides a degree of objective certainty in an uncertain world, it converts unpredictable risk to predictable cost, it smooths the path of economic activity. Subjectively insurance gives the buyer confidence that if his home burns he can build another, that if he dies prematurely his children can go to college, or that if his ship sinks he will not need to go through bankruptcy proceedings. In short, insurance also provides the policyholder with a sense of security, a feeling of confidence about the future, a freedom from anxiety about parts of the unknown. The more perceptive spokesmen for the industry recognize this dual role of insurance.” (KIMBALL, Spencer L. *The Purpose of Insurance Regulation: A Preliminary Inquiry in the Theory of Insurance Law*. **Minnesota Law Review**, vol. 2324, 1961. Disponível em: <https://scholarship.law.umn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3323&context=mlr>. Acesso em: 20 out. 2019).

²⁷⁴ Artigos 759, 765 e 766, do Código Civil: “Art. 759. A emissão da apólice deverá ser precedida de proposta escrita com a declaração dos elementos essenciais do interesse a ser garantido e do risco. Art. 765. O segurado e o segurador são obrigados a guardar na conclusão e na execução do contrato, a mais estrita boa-fé e veracidade, tanto a respeito do objeto como das circunstâncias e declarações a ele concernentes. Art. 766. Se o segurado, por si ou por seu representante, fizer declarações inexatas ou omitir circunstâncias que possam influir na aceitação da proposta ou na taxa do prêmio, perderá o direito à garantia, além de ficar obrigado ao prêmio vencido. Parágrafo único. Se a inexatidão ou omissão nas declarações não resultar de má-fé do segurado, o segurador terá direito a resolver o contrato, ou a cobrar, mesmo após o sinistro, a diferença do prêmio.”

²⁷⁵ Nesse sentido, ainda sobre o estudo qualitativo de Tom Barker e Sean J. Griffith, destacam-se as percepções dos subscritores em relação à onerosidade desse processo de subscrição e fixação dos prêmios: “Participants in our study repeatedly described the underwriting process as onerous and detail oriented. This begs the critical question of what information underwriters seek to gather during this process: What do underwriters ask for? What information do they value most? What do they believe best predicts the risk of shareholder litigation?”. (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 512).

contratação²⁷⁶ são essenciais para a precificação correta do prêmio, protegendo-se, ao fim e ao cabo, o mutualismo²⁷⁷ desse ramo securitário.

A importância da boa-fé, sobretudo, na fase pré-contratual, prescinde de maiores delineamentos doutrinários, visto que encontra expresso respaldo legal (art. 765 do CC, cf. nota de rodapé 274). Prevalece na doutrina que incube à seguradora comprovar o nexo causal entre as declarações inexatas ou omissões na fase pré-contratual e a ocorrência do sinistro posterior (Enunciado n. 585 da VII Jornada de Direito Civil²⁷⁸)²⁷⁹. Não obstante, há vozes na doutrina

²⁷⁶ Tom Barker e Sean J. Griffith ainda descrevem as partes envolvidas na comercialização e contratação do Seguro D&O (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 504-507). Haveria os compradores (na pesquisa, o autor também só analisou a compra por sociedades anônimas abertas), os corretores (que constroem as “torres de proteção D&O”, com a subscrição de diversos tipos de apólices), as seguradoras “primárias” (*primary insurer*) e as seguradoras excedentes (*excess insurers*), responsáveis por cobrir as perdas que excederem as políticas de perdas primárias. **O autor ainda aduz que dificilmente uma única seguradora está disposta a assegurar todas as coberturas globalmente, sobretudo em relação às empresas de médio e grande porte** (“In general, no one insurer is willing to underwrite the entire limits purchased by any one corporation.”), **o que difere muito da realidade brasileira. Como se ressaltou no capítulo anterior (cf. nota de rodapé 233), monitoraram-se apenas 7 (sete) companhias do Ibovespa com mais de uma apólice contratada, em um universo de 65 (sessenta e cinco) empresas.**

²⁷⁷ Sobre a definição e importância do mutualismo, destaco: “Ao efetuar o pagamento do prêmio relacionado a determinado contrato de seguro, deve-se compreender que esta quantia será destinada a um fundo cuja administração deverá ficar a cargo da seguradora. É justamente trabalhando com milhares de pagamentos diferentes, classificados por ramos, grupos, entre outras diversas variantes que as seguradoras terão condições de administrar as suas carteiras, regulando e liquidando os sinistros cobertos. O mutualismo, assim, relaciona-se diretamente com a chamada ‘Lei dos Grandes Números’, que remete ao cálculo atuarial. A operação técnica do contrato de seguro é examinada a partir de grandes grupos de segurados e de sinistros em série, o que permite ao subscritor do risco analisar, com certa margem de previsibilidade, os acontecimentos futuros, prevendo, portanto, as chamadas taxas de sinistralidade.” (GOLDBERG, Ilan. **Reflexões a Respeito do Contrato de Seguro**. In: CARVALHOSA, Modesto. *Contratos Mercantis* [livro eletrônico]. Coleção Tratado de Direito Empresarial, vol. IV. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016).

²⁷⁸ Enunciado n. 585 da VII Jornada de Direito Civil: “Impõe-se o pagamento de indenização do seguro mesmo diante de condutas, omissões ou declarações ambíguas do segurado que não guardem relação com o sinistro.”

²⁷⁹ Para se destacar um acórdão do Superior Tribunal de Justiça que aplica o Enunciado n. 585, optamos por abordar e delinear o único acórdão do STJ que dirime sobre o Seguro D&O, qual seja o REsp 1601555/SP, Rel. Ministro **Ricardo Villas Bôas Cueva**, Terceira Turma, julgado em 14/02/2017, DJe 20/02/2017. Além de dispor sobre a impossibilidade de o Seguro D&O cobrir atos dolosos (no caso, a prática de *insider trading*), no julgado também se abordou a omissão dolosa nas informações disponibilizadas pelo administrador e pela empresa no ato de preenchimento do questionário de risco, o que de fato afastou a cobertura securitária. Dessa maneira, ressalta-se que não houve a análise de uma *severability or innocent director clause*, visto que o administrador expressamente incorreu em omissão de informação relevante no ato de preenchimento do questionário. Por fim, destaco parte da ementa do julgado, abordando-se ambos fundamentos suscitados (impossibilidade de cobertura de atos dolosos e aplicação do Enunciado n. 585, visto que as informações omitidas estavam relacionadas ao sinistro): “Recurso Especial. Civil. Seguro de Responsabilidade Civil de Diretores Administradores de Pessoa Jurídica (Seguro de RC D&O). Renovação da Apólice. Questionário de Avaliação de Risco. Informações Inverídicas do Segurado e do Tomador do Seguro. Má-Fé. Configuração. Perda do Direito à Garantia. Investigações da CVM. Prática de *Insider Trading*. Ato Doloso. Favorecimento Pessoal. Ato De Gestão. Descaracterização. Ausência De Cobertura. 1. Cinge-se a controvérsia a definir (i) se houve a omissão dolosa de informações quando do preenchimento do questionário de risco para fins de renovação do seguro de responsabilidade civil de diretores e administradores de pessoa jurídica (seguro de RC D&O) e (ii) se é devida a indenização securitária no caso de ocorrência de *insider trading*. 2. A penalidade para o segurado que agir de má-fé ao fazer declarações inexatas ou omitir circunstâncias que possam influir na aceitação da proposta pela seguradora ou na taxa do prêmio é a perda da garantia securitária (arts. 765 e 766 do CC). Ademais, as informações omitidas ou prestadas em desacordo com a realidade dos fatos devem guardar relação com a causa do sinistro, ou seja, deverão estar ligadas ao agravamento concreto do risco (Enunciado n. 585 da VII Jornada de Direito Civil). 3. Na hipótese dos autos, as informações prestadas pela

nacional que afirmam que a prestação de informações completas e fidedignas seria um autêntico dever jurídico da parte tomadora (e não um mero ônus, cujo descumprimento parcial poderia estar relacionado com a recusa específica da seguradora em disponibilizar as garantias em determinado sinistro)²⁸⁰. Dessa maneira, faz-se mister a atenção, geralmente das companhias tomadoras, no preenchimento (verdadeiro e completo) e na disponibilização de todas as informações e documentos societários solicitados pelas seguradoras nos questionários, sobretudo para não suscitar uma futura discussão judicial sobre a recusa da seguradora em prestar as garantias outrora contratadas.

Isso porque se percebe, na jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), que essa temática é a que mais desperta a recusa por parte das seguradoras na concessão das coberturas securitárias. Nesse sentido, por exemplo, destacam-se três julgados. Na Apelação n. 1071762-31.2015.8.26.0100, o TJSP negou provimento ao recurso interposto pelo segurado, que tinha como escopo obter a indenização securitária. Neste se entendeu que seria válida a recusa da seguradora, uma vez que o Inquérito Civil já estaria em trâmite antes mesmo da contratação do Seguro D&O: apesar de a companhia ter prestado esclarecimentos no inquérito, deixou de relatar a existência deste no questionário pré-contratual à seguradora.

Na Apelação n. 543.194-4/0-00, o TJSP também julgou improcedente o pedido do então administrador do Banco Santos, que tinha como escopo obter indenização e adiantamento dos custos de defesa. Neste julgado, entendeu-se que houve uma deliberada omissão no preenchimento do questionário, com a supressão de diversos procedimentos administrativos instaurados pelo Banco Central. Por fim, na Apelação n. 1095579-95.2013.8.26.0100, entre as

tomadora do seguro e pelo segurado no questionário de risco não correspondiam à realidade enfrentada pela empresa no momento da renovação da apólice, o que acabou por induzir a seguradora em erro na avaliação do risco contratual. A omissão dolosa quanto aos eventos sob investigação da CVM dá respaldo à sanção de perda do direito à indenização securitária. 4. Os fatos relevantes omitidos deveriam ter sido comunicados mesmo antes de o contrato ser renovado, pois decorre do postulado da boa-fé o dever do segurado "comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé" (art. 769 do CC). [...] 6. A apólice do seguro de RC D&O não pode cobrir atos dolosos, principalmente se cometidos para favorecer a própria pessoa do administrador, o que evita forte redução do grau de diligência do gestor ou a assunção de riscos excessivos, a comprometer tanto a atividade de compliance da empresa quanto as boas práticas de governança corporativa. Aplicação dos arts. 757 e 762 do CC. 7. Considera-se insider trading qualquer operação realizada por um insider (diretor, administrador, conselheiro e pessoas equiparadas) com valores mobiliários de emissão da companhia, em proveito próprio ou de terceiro, com base em informação relevante ainda não revelada ao público. É uma prática danosa ao mercado de capitais, aos investidores e à própria sociedade anônima, devendo haver repressão efetiva contra o uso indevido de tais informações privilegiadas (arts. 155, § 1º, e 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976 e 27-D da Lei n. 6.385/1976) [...].”

²⁸⁰ Nesse sentido: “A necessidade de demonstrar o nexo causal, pois, é perigosa e traiçoeira. Em vez de melhor tutelar os interesses dos segurados, fará exatamente o contrário. Imagine-se que o entendimento pela desnecessidade do nexo causal ganhe corpo. Em larga medida, estar-se-á assumindo que os segurados podem mentir, deliberadamente, e que nada lhes acontecerá desde que o nexo causal não seja demonstrado.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 371).

razões para negar os pedidos dos administradores segurados, o TJSP entendeu que houve omissão deliberada no questionário da contratação, vez que os fatos gerados do sinistro já eram conhecidos pelos administradores (já havia reclamações administrativas sobre o mesmo fato gerador do sinistro).

Não obstante, o que não há ainda pronunciamento jurisprudencial no Brasil é sobre a cláusula de divisibilidade de declarações (*severability or innocent director clause*). Esta costuma ser exigida em dois momentos: (i) na fase pré-contratual, diante da prestação de informações relevantes à seguradora para o cálculo do prêmio e dos riscos; e (ii) no desenvolvimento do contrato. A eventual nulificação da apólice D&O, por omissão relevante na fase pré-contratual, é oponível a todos os administradores? E mais: a eventual conduta dolosa de um administrador impõe a exclusão da cobertura securitária para os demais administradores envolvidos no mesmo processo de responsabilização?

Em relação à primeira temática, observa-se que as apólices analisadas descrevem genericamente as hipóteses legais de perda do direito da garantia assegurada, transcrevendo a disposição do art. 766 do Código Civil:

TABELA 8 – VIOLAÇÕES DOLOSAS AO CONTRATO DE SEGURO E A CLÁUSULA DE DIVISIBILIDADE DE DECLARAÇÕES

AIG SEGUROS BRASIL S.A

CHUBB SEGUROS BRASIL S.A.

6.8 ATITUDE FRAUDULENTA

No caso de uma Parte Segurada proceder com um Aviso de Sinistro ou requerer indenização sobre uma Perda Indenizável com base nesta Apólice sabendo que tal Aviso de Sinistro tem base falsa ou fraudulenta ou se uma Parte Segurada, antes do início do Período de Vigência, tiver conhecimento a respeito de uma falsidade ou omissão material nas Declarações da Parte Segurada bem o como naquelas feitas por qualquer Sociedade ou Segurado, esta Apólice não dará cobertura para referida Parte Segurada.

7.11. PERDA DE DIREITOS

O Parte Segurada perderá direito a indenização por força desta Apólice se, por conta própria, por seu corretor de seguros ou por um Segurado: [...]

(iii) fizer declarações inexatas por si, por seu representante ou por seu corretor de seguros, ou omitir circunstâncias que possam influir na aceitação da Proposta ou no valor do prêmio, ficando prejudicado o direito à indenização, além de estar obrigado ao pagamento do Prêmio vencido.

Se a inexatidão ou a omissão nas declarações não resultar de má-fé da Parte Segurada, a Seguradora poderá:

a) na hipótese de não ocorrência de uma Reclamação, cancelar o seguro retendo, do Prêmio originalmente pactuado, a parcela proporcional ao tempo decorrido, ou permitir a

CLÁUSULA 19 – HIPÓTESES DE PERDA DE DIREITOS E OBRIGAÇÕES DO SEGURADO

19.3. Observadas as demais regras específicas previstas nesta cláusula, quando, de forma não intencional, for verificado, na ocorrência ou não de um sinistro, que as informações prestadas pelo Tomador do Seguro, pelo Segurado ou pelo Corretor de seguros não corresponderem à realidade e interferirem na avaliação do risco objeto da presente apólice, poderá a Seguradora (i) cobrar a respectiva diferença de Prêmio referente ao aumento do Risco ou (ii) resolver o contrato, na forma do disposto no parágrafo único do artigo 766 do Código Civil. [...]

19.5. Se a inexatidão ou omissão nas declarações não resultar de má-fé do Segurado, do Tomado do Seguro ou do Corretor de seguros, a Seguradora poderá,

19.5.1. na hipótese de não ocorrência de Sinistro: (a) cancelar o seguro, retendo, do prêmio originalmente pactuado, a parcela proporcional ao tempo decorrido; ou (b) permitir a continuidade do seguro, cobrando a diferença do prêmio cabível.

19.5.2. na hipótese de ocorrência de Sinistro que não atinja o Limite Máximo de Indenização: (a) cancelar o seguro, após o pagamento da Indenização, retendo, do prêmio originalmente estabelecido, acrescido da diferença cabível, a parcela calculada proporcionalmente ao tempo decorrido;

<p>continuidade do seguro, cobrando a diferença de Prêmio cabível;</p> <p>b) na hipótese de ocorrência de Reclamação sem indenização integral, cancelar o seguro, após o pagamento da indenização, retendo, do Prêmio originalmente pactuado, acrescido da diferença cabível, a parcela calculada proporcionalmente ao tempo decorrido, ou permitir a continuidade do seguro, cobrando a diferença de Prêmio cabível ou deduzindo-a do valor a ser indenizado; ou</p> <p>c) na hipótese de ocorrência de sinistro com indenização integral, cancelar o seguro, após o pagamento da indenização, deduzindo, do valor a ser indenizado, a diferença de Prêmio cabível;</p>	<p>ou (b) permitir a continuidade do seguro, cobrando a diferença do prêmio cabível ou deduzindo-a do valor a ser indenizado.</p> <p>19.5.3. na hipótese de ocorrência de sinistro com indenização integral, cancelar o seguro, após o pagamento da indenização, deduzindo, do valor a ser indenizado, a diferença do prêmio cabível.</p> <p>19.6.2. [...] Em caso de má-fé [do Segurado], o término do contrato dar-se-á imediatamente.</p>
--	---

Em geral, como se trata de apólices “coletivas” (a companhia tomadora contratando em benefício dos administradores segurados), verifica-se que as cláusulas não abordam expressamente a oponibilidade aos demais administradores segurados do conhecimento de informação falseada ou omitida por algum administrador (ou pela sociedade tomadora) nas declarações pré-contratuais²⁸¹. Interpretando sistematicamente as referidas cláusulas, nutro a impressão de que a apólice da CHUBB SEGUROS BRASIL S.A. compreende a perda de direito de modo global, em relação a todas as partes coletivamente seguradas. Em relação à apólice da AIG SEGUROS BRASIL S.A, entendo que a segunda parte da cláusula 6.8 encontra dissonância em relação à 7.11, ensejando uma interpretação mais favorável ao segurado aderente²⁸², isto é, apenas nesta entendo que não haveria uma oponibilidade a todos os seguradores das informações omitidas ou falseadas nas declarações pré-contratuais, mas sim uma oponibilidade apenas à “referida parte segurada” que as omitiram ou falsearam.

Observa-se, ainda, que a jurisprudência norte-americana é oscilante, apresentando conclusões e fundamentações diversas²⁸³. Diante dessas incertezas, faz-se necessário que as

²⁸¹ Nas apólices analisadas por Ilan Goldberg, apesar de este não identificar nominalmente as seguradoras, chega-se a mesma conclusão: “No Brasil, a cláusula de divisibilidade de declarações sequer é apresentada nas condições das apólices disponíveis. Apenas na apólice X constam os seguintes dizeres, no questionário, isto é, não nas condições gerais: ‘Se uma apólice de seguro for emitida, é compreendido e acordado que para a concessão de cobertura a quaisquer dos segurados, a seguradora confiou nas declarações e informações contidas nesta proposta. Todas as tais declarações e informações são a base da cobertura e serão consideradas incorporado [sic.] dentro e constituindo parte da apólice emitida. Com respeito a tais declarações e informações, nenhuma declaração feita ou conhecimento em poder de qualquer segurado (diferente do conhecimento ou informações possuídas pelas pessoas que preencheram a presente proposta) será imputado a qualquer outro segurado para determinar se a cobertura está disponível para qualquer reclamação feita contra tal outro segurado.’” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 391).

²⁸² Art. 423 do Código Civil: “Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente.”

²⁸³ Ilan Goldberg monitorou três julgados americanos sobre a temática: i. *Bird v. Penn Central Company*; ii. *Shapiro v. American Home* e iii. *Cutter & Buck, Inc. v. Genesis Insurance Company*. Os casos, após a análise detida do autor, apresentam conclusões dissonantes, prevalecendo em cada qual fundamentação específica: no primeiro o fio condutor da fundamentação foi a *agency law theory*; no segundo, a conclusão se extraiu da interpretação da própria cláusula de divisibilidade; já no terceiro caso a conclusão se extraiu, sobretudo, dos documentos contábeis fraudados que acompanharam a proposta. Diante de critérios e julgados dissonantes, o autor se preocupa em apresentar parâmetros que possam trazer mais segurança jurídica a todas as partes (tomador,

empresas, representadas, em geral, pelo setor responsável no gerenciamento de riscos, determinem parâmetros que possam dirigir a conformidade das informações prestadas nesse momento pré-contratual, devendo todos os administradores ser informados, *eg.*, sobre as possíveis consequências de omissões ou prestação de informações inverídicas ou incompletas (cf. nota de rodapé 283).

Dessa maneira, o que se percebe, nesse contexto *ex-ante* da contratação ao Seguro D&O, é que o Código Civil regula uma série de possibilidades nas quais a seguradora pode rejeitar a concessão do seguro²⁸⁴ (arts. 762, 768 e 769²⁸⁵): na afirmação falsa ou omissão no preenchimento dos formulários pré-contratuais; na assunção de comportamentos arriscados; não adoção de medidas protetivas; na recusa de coberturas que possam tornar as companhias mais negligentes (*eg.*, possibilidade de a seguradora se recusar a cobrir, na apólice padrão, a assunção dos riscos relacionadas à aplicação de multas civis e administrativas)²⁸⁶. Esse mecanismo regulatório de recusa ao seguro (*refusal to insure*) pode se manifestar por meio do cancelamento, rescisão ou recusa à renovação da apólice existente.

Em um contexto já analisado de imprescindibilidade dessa garantia facultativa no exercício da gestão societária, as seguradoras nesse ramo tornam verdadeiras sentinelas (*gatekeepers*)²⁸⁷. Nessa posição, elas podem determinar quem exercerá as atividades de risco e

segurado e seguradora) nessa fase pré-contratual. Ele apresenta na sua obra três alternativas que busca maior objetividade e atenção das partes envolvidas nessa fase pré-contratual. (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 390, 391).

²⁸⁴ FILHO, Péricles Gonçalves., Op. cit., p. 62, 63.

²⁸⁵ Arts. 762, 768 e 769 do Código Civil: “Art. 762. Nulo será o contrato para garantia de risco proveniente de ato doloso do segurado, do beneficiário, ou de representante de um ou de outro. Art. 768. O segurado perderá o direito à garantia se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato. Art. 769. O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé.”

²⁸⁶ FILHO, Péricles Gonçalves., Op. cit., p. 110-112, grifo meu: “**Percebe-se, assim, que o Código Civil veicula diversos dispositivos que se conectam, direta ou indiretamente, com as ferramentas regulatórias mencionadas pela literatura estrangeira, o que inegavelmente confere legitimidade para que as seguradoras desempenhem um papel de regulação de risco de seus segurados.**”

²⁸⁷ Cf. nota de rodapé 33. BEN-SHAHAR, O.; LOGUE, K. D. ., Op. cit., p. 110-112. Em relação, especificamente, à ferramenta regulatória da *refusal to insure*, os autores dispõem: “Some activities will not be undertaken without insurance, either because people are highly risk averse or because insurance is mandated by law or by contract. As a result, insurers have de facto control over access to some primary activities, and can leverage this power to induce safer behavior. For example, insurers often will not issue product liability coverage to a manufacturer who does not have a system in place for maintaining quality control with respect to safety issues, or does not have a program of safety testing its product. Likewise, liability insurers that cover ski resorts require insureds to have their lifts periodically inspected by the insurer’s safety experts as condition of obtaining a policy (which, it- self, is usually a condition for getting a license to operate). A common type of refusal to insure is the cancellation or rescission of, or the refusal to renew, an existing policy. For most property-casualty insurance policies, insurers under state law have 60 days to cancel a new policy for any reason not explicitly prohibited by law, and the right to cancel or rescind the policy anytime if the insured made a material misrepresentation on its application on which the insurer relied. In addition, even if there is no misrepresentation in the application process, insurers can cancel or decline to renew a policy if they determine that an insured has engaged in some activity (or failed to take some safety measure) that results in a material increase in the hazard insured. Finally, through the use of exclusions, insurers refuse to insure particular risks—e.g., intentional ones—for which coverage would destroy incentives for care.”

eventuais atitudes obrigatórias para a companhia e o segurado cumprirem na minimização de riscos e perdas.

Em um segundo momento, a *severability or innocent director clause* já se insere em um mecanismo regulatório *ex post* contratação do Seguro D&O, em um contexto no qual se deve perquirir se a conduta fraudulenta/dolosa do administrador pode ensejar também a exclusão da cobertura securitária aos demais segurados. Entendo que neste ponto há uma certa convergência doutrinária em relação às apólices D&O. Isso porque, por um lado, o ordenamento jurídico brasileiro impõe o exame individualizado de culpa nos órgãos singulares, conforme já suscitado no primeiro capítulo desta obra, afastando-se, portanto, a oponibilidade de negativa de cobertura a todos os administradores²⁸⁸. Em relação aos conselheiros, órgão social de deliberação, eventual falha e violação dolosa (ato de gestão desleal) se estendem presumidamente a todos os administradores, justificando a negativa de cobertura integral por parte da seguradora²⁸⁹. Passamos, portanto, a analisar as demais ferramentas regulatórias *ex post*.

3.1.2 COBERTURAS E EXCLUSÕES DO SEGURO D&O (FERRAMENTAS REGULATÓRIAS EX POST)

Há duas **coberturas** principais disponibilizadas pelo Seguro D&O, conforme já se apresentou neste estudo, quais sejam, os custos de defesa e as indenizações. Não obstante, como

O objetivo da obra é estabelecer um diálogo entre duas concepções inerentes ao seguro: por um lado, o conceito de *moral hazard*; por outro, a capacidade regulatória das seguradoras. **O autor aduz que a regulação do risco não é um objetivo da indústria de seguradoras, mas torna-se diante da necessidade de se reduzir os custos após o pagamento dos prêmios e diante da concorrência com as demais seguradoras no mesmo ramo.** Em conclusão, após estabelecer as ferramentas regulatórias mais utilizadas pela indústria de seguros e após exemplificar essas ferramentas em ramos específicos, os autores descrevem que a regulamentação por seguro percorre uma linha tênue: “Indeed, regulation-by-insurance often walks a delicate path between a socially desirable information-rich incentive mechanism and an opportunistic set of self-serving rent-seeking tactics. Insurers can require specific forms of conduct from their clients in order to improve safety, but they can also do this as a pretense for unjustified denial of paid-for coverage. We don’t know which pattern dominates. The insurance law literature is saturated with studies of insurance opportunism. This paper’s goal was to illuminate the flip side, often under-appreciated, of improved safety.”

²⁸⁸ A título de ilustração, a disposição da AIG SEGUROS BRASIL S.A: “4. EXCLUSÕES. 4.1. Conduta: Para fins de aplicação da Exclusão Conduta, nenhum ato, erro ou omissão de qualquer Parte Segurada será imputado a qualquer outro segurado.”

²⁸⁹ Em conclusão semelhante: “Se o conselho de administração falhar quanto ao dever de vigiar e investigar, pode-se presumir que a falha será de todos os membros do conselho (a violação, nessa hipótese, seria ao dever de diligência e o seguro D&O, em regra, a cobriria); se a falha decorrer da inobservância do dever de informar ao mercado com, suponha-se, o interesse de maquiar informações contábeis e assim atrair a confiança de investidores, restaria violado o dever de lealdade ensejando a inexistência de cobertura para todos os membros do conselho, preservando-se eventual posicionalmente de conselheiros que, individualmente, tenham ressalvado a sua manifestação contrária à deliberação colegiada. Por mais que se observe a fraude de um ou mais membros do conselho, a conduta individual ou plural seria oponível a todos, mas a motivação para tanto decorre do descumprimento de deveres individuais.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 485-486).

também já se viu, há uma série de coberturas atípicas, a partir de cláusulas adicionais e extensivas, que também são incorporadas para fins do limite máximo segurável nas apólices.

À luz do atual cenário da responsabilidade societária descrita neste estudo, verifica-se que os custos de defesa se apresentam como a cobertura mais importante dessas apólices. Essa importância é verificada, por exemplo, na série de acórdãos do TJSP e no único acórdão sobre Seguro D&O no STJ que abordam essa temática em específico. Isso se repercute, também, na crítica doutrinária sobre uma mera facultatividade de a seguradora incluir os custos de defesa na cobertura básica da apólice D&O (art. 5º, § 3º, da Circular SUSEP n. 553²⁹⁰) e, ainda, no alerta para que os gastos (geralmente elevados) com os custos de defesa não se comuniquem (limite agregado) com as demais coberturas no limite máximo segurável da apólice²⁹¹.

No Brasil, por expressa disposição da SUSEP (art. 7º, inc. I, letra b²⁹²), passou-se a adotar a concepção de que às seguradoras somente cabe a indenização dos segurados pelos custos que estes incorrem em suas defesas (*duty to indemnify*), afastando a possibilidade de as seguradoras dirigirem a defesa dos segurados (*duty to defend*), escolhendo, por exemplo, advogados nos processos de responsabilização²⁹³. Percebe-se, por conseguinte, que essa opção

²⁹⁰ Nesse sentido: “Crítica-se a posição adotada pela mesma [SUSEP] quando afirma que ‘a garantia poderá abranger os custos de defesa’. Ora, verificando-se que o custo de defesa é da essência do Seguro D&O a norma deveria ter imposto uma obrigação às seguradoras, jamais uma mera faculdade.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 398).

²⁹¹ Nesse sentido: “Em análise das apólices brasileiras, não se verifica a existência de instrumentos aptos a conferirem garantias autônomas e independentes a tais interesses. Em síntese, não há qualquer dispositivo contratual a impor limitações ao montante das verbas indenizatórias destinadas à satisfação dos gastos relativos aos custos de defesa, colocando em risco o capital segurado, cuja principal finalidade deve ser a de indenizar os lesados. **Pode ocorrer, portanto, de o capital segurado ser integralmente consumido com o custeio da defesa do segurado, frustrando os legítimos interesses dos lesados.**” (LACERDA, Maurício Andere Von Bruck., Op. cit., p. 211, grifo meu). As três apólices analisadas neste artigo, por exemplo, incluem os custos de defesa no conceito de prejuízo financeiro sujeito ao limite máximo de garantia. A título de ilustração, a disposição da AIG SEGUROS BRASIL S.A.: “5.1 Limite Máximo de Garantia da Apólice e Limite Máximo de Indenização por Cobertura Contratada. [...] Os Custos de Defesa se incluem dentro do conceito de Perda Indenizável, e devem também estar sujeitos ao Limite Máximo de Garantia da Apólice.”

²⁹² Art. 7º, inc. I, letra b, da Circular n. 553 da SUSEP: “Art. 7º As condições contratuais dos planos de seguro de RC D & O devem se apresentar subdivididas em três partes, denominadas condições gerais, condições especiais e condições particulares, cujas características são: I - as condições gerais reúnem as disposições comuns aplicáveis a todas as coberturas básicas incluídas no plano, sendo obrigatória a presença de: b) cláusula versando sobre a defesa em juízo civil, trabalhista, penal e/ou em processo administrativo e/ou arbitral, **na qual fique claro que os segurados podem escolher livremente seus respectivos advogados.**”

²⁹³ Nesse sentido, destaca-se a Carta Circular SUSEP/ DE TEC/ GAB/ N. 003 / 2006, que remonta ao parecer enviado pela Ordem dos Advogados do Brasil (Seção São Paulo), exarado por integrante do Tribunal de Ética e Disciplina dessa Seção. Nesta Carta Circular, a chefe do DE TEC aduz: “Informamos que, de acordo com o disposto no PARECER PF – SUSEP/ COORDENADORIA DE CONSULTAS, ASSUNTOS SOCIETÁRIOS E REGIMES ESPECIAIS – N° 24161/ 2006 da Procuradoria Federal junto à SUSEP, ratificada por decisão do Conselho Diretor desta Superintendência em reunião ordinária realizada em 29/06/2006, a sociedade seguradora que prevê a oferta de serviços advocatícios a seus segurados, mesmo através da prestação de serviços terceirizados, deverá interromper de imediato tal prática. Ressaltamos ainda, que, caso esta oferta esteja prevista em cláusulas contidas em suas condições contratuais deverá suprimi-las, sob pena de aplicação das penalidades cabíveis.”. Disponível em: <http://www.susep.gov.br/textos/CCDETEC03-06.pdf>. Acesso em? 10 nov. 2019. A título de exemplo desse entendimento, destacamos a previsão da apólice padrão de D&O da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A:

acaba por dar ensejo às discussões sobre critérios razoáveis que possam dirimir a escolha dos advogados por parte dos segurados, levando-se em conta, por exemplo, a complexidade da demanda *vis à vis* a qualificação técnica desejável do advogado.

Ao longo deste trabalho, ao se definir a causa do Seguro D&O e ao se apresentar o desenvolvimento histórico desse instituto, apresentou-se a existência de diversas coberturas (*sides a, b, c*), que se incorporaram ao instituto paulatinamente. Uma vez que já definimos a *side c* expressamente, a partir da análise do caso *Nordstrom, Inc v. Chubb & Son, Inc* (cf. nota de rodapé 198), sendo esta entendida nas apólices brasileiras como uma cobertura adicional, passamos a ilustrar a cobertura básica do D&O, com fulcro na definição da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A:

1. Coberturas Básicas

As Coberturas Básicas correspondem às garantias mínimas da Apólice, que serão automaticamente oferecidas em caso de contratação do seguro.

1.1. Cobertura A – Indenização ou Reembolso ao Segurado: Observadas as demais condições previstas nesta Apólice, a Seguradora pagará em nome do, ou ao Segurado, os Prejuízos Financeiros resultantes ou decorrentes de Reclamação feita durante o Período de Vigência do Seguro ou Extensão do Período de Apresentação de Reclamação, quando aplicável, com base em Ato Danoso cometido por aqueles que exerçam e/ou tenham exercido

e/ou passem a exercer funções executivas e/ou cargos de administração no Tomador ou em suas Subsidiárias e desde que preenchidas as demais condições da Apólice.

1.2. Cobertura B – Reembolso ao Tomador: Observadas as demais condições previstas nesta Apólice, a Seguradora reembolsará ao Tomador nos casos em que este houver previamente indenizado aos Segurados, os Prejuízos Financeiros de cada Segurado resultantes ou decorrentes da Reclamação feita contra o Segurado durante o Período de Vigência do Seguro ou Extensão do Período de Apresentação de Reclamação, quando aplicável, com base em Ato Danoso cometido por aqueles que exerçam e/ou tenham exercido e/ou passem a exercer funções executivas e/ou cargos de administração no Tomador ou em suas Subsidiárias e desde que preenchidas as demais condições da Apólice.

Nesse contexto, vale ressaltar que a praxe comercial das sociedades brasileiras — devidamente identificada na análise do Formulário de Referência das companhias do Ibovespa no capítulo anterior —, a partir da qual se contrata uma única apólice “coletiva” (assegurando todos os administradores de uma sociedade), em um único limite global para todas as coberturas básicas e adicionais (*side a, b e c*), desperta uma série de problemas na operacionalização do contrato. Abordar-se-á apenas dois deles, quais sejam: (i) o problema relativo à alocação dos desembolsos (ordem de pagamentos), ante a iminente possibilidade de se (ii) esgotar o limite máximo global assegurado.

“A garantia abrange os Custos de Defesa e os honorários dos advogados dos Segurados para a defesa em juízo cível, trabalhista, penal e/ou em processo administrativo ou arbitral, **sendo que os Segurados podem escolher livremente seus respectivos advogados.**”.

Em geral, as apólices brasileiras determinam a prioridade à cobertura A, estabelecendo uma cláusula de “melhores esforços” para a alocação das quantias entre as demais coberturas contratadas, o que é entendido como insuficiente pela doutrina especializada²⁹⁴. Destaca-se nesse sentido as disposições da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A:

ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A

Cláusula 7 –Defesa em Juízo, Acordos e Alocações

7.5 A Seguradora concorda em envidar seus melhores esforços para determinar a alocação justa e adequada das quantias entre o Tomador, os Segurados, outras pessoas físicas ou jurídicas, com respeito a: (i) Custos de Defesa incorridos em conjunto; (ii) qualquer acordo conjunto celebrado; e/ou (iii) qualquer condenação de responsabilidade conjunta ou individual contra o Tomador e/ou qualquer Segurado e/ou qualquer pessoa física ou jurídica que não seja segurada por esta Apólice em relação a qualquer Reclamação.

7.5.1. Caso a Reclamação envolva tanto Riscos ou pessoas cobertas como Riscos ou pessoas não cobertas por esta Apólice, deverá ser feita pela Seguradora a alocação justa e adequada dos Custos de Defesa, condenações e/ou acordos. [...]

7.18 Ordem dos Pagamentos No caso de Perdas Indenizáveis resultantes de uma Reclamação para a qual o pagamento seja devido mediante os termos desta Apólice, a Seguradora deverá em qualquer caso: (i) primeiro, será feito pagamento por Perda Indenizável coberta pela Cobertura Básica Garantia A desta Apólice prevista nas Condições Especiais da Apólice; e (ii) depois dos pagamentos referidos no item (i) acima terem sido feitos com base no valor remanescente de Limite Agregado disponível após tal pagamento, a Seguradora poderá pedir ao Tomador uma solicitação escrita para estipular a ordem e os valores com os quais cada Perda Indenizável deve ser paga, ou para receber a proporção que deve ser retida em nome de cada Parte Segurada que tenha incorrido em tal Perda Indenizável. Sujeito à cláusula de Limite Máximo de Garantia da Apólice, um pagamento de uma Perda Indenizável conforme essa cláusula de Ordem dos Pagamentos desonerará a Seguradora de suas obrigações de acordo com esta Apólice em relação a tal Perda Indenizável.

Além disso, a própria prática empresarial de inserir todas as coberturas (*sides a, b, c*) em uma única apólice — à luz da atual sinistralidade do ramo (85%, em 2018) e à luz das poucas companhias que contratam mais de uma apólice nesse ramo — recrudescerá a

²⁹⁴ GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 443, 444. O autor critica a insuficiência das cláusulas de *best effort* para solucionar o problema da alocação/ordem de pagamento nos Seguros D&O. O autor, valendo-se da jurisprudência estrangeira, monitora quatro critérios comumente utilizados: (i) *relative exposure allocation*; (ii) *large settlement rule*; (iii) *reasonably related defence costs test*; e, por fim, (iv) o critério *pro-rata*. O autor, no entanto, conclui pela relevância dos três primeiros, que apresentariam funcionalidades e efeitos semelhantes: “Com relação aos três critérios anteriormente referidos, muito embora os seus nomes sejam diferentes observa-se que, em suas funcionalidades, os efeitos se aproximam. Ao alocar perdas a administradores segurados e não segurados ou ao examinar reclamações cobertas e descobertas, é preciso fazer uma análise qualitativa a respeito. A conduta dos administradores segurados foi decisiva à eclosão do resultado final? Respondendo-se afirmativamente, entende-se que haverá cobertura (*Norstrom v. Chubb*); respondendo-se negativamente, não haverá cobertura (*Pepsico v. Continental*). De fato, o resultado da análise dependerá do caso concreto, dos seus fatos. O que se deseja consignar é um critério que vá além da referida cláusula de melhores esforços (*best efforts clause*), cujo romantismo é incapaz de solucionar os problemas do mundo real.”.

probabilidade de se esgotar o limite máximo global assegurável^{295,296}. Ademais, essa arquitetura contratual pode dar ensejo a conflitos de interesse entre a empresa tomadora — *side b* e, possivelmente, *c* — e os segurados — *side a* — ao longo da condução do processo de responsabilização²⁹⁷. Por fim, conforme já se delineou na carga subjetiva e objetiva do termo “administração” (cf. nota de rodapé 58), o Seguro D&O não assegura apenas o cargo de administrador ou diretor (conteúdo subjetivo), mas também as pessoas contratadas destinadas a realizar atos de gestão na companhia (conteúdo objetivo)²⁹⁸.

²⁹⁵ Nesse sentido, destaca-se a cláusula da apólice da CHUBB SEGUROS DO BRASIL S.A, que prevê esse limite máximo global: “O pagamento será interrompido tão logo cesse a medida que determinou o bloqueio de bens, ou, alternativamente, pela extinção, conclusão ou julgamento do processo em questão, quando houver. A Seguradora ficará igualmente desobrigada com relação a qualquer pagamento quando os pagamentos efetuados excederem ao Limite Máximo de Indenização destinado à presente extensão de garantia. O esgotamento do limite provocado por um Segurado tornará a cobertura indisponível a todos os demais. O critério da Seguradora para divisão do referido limite será o da ordem de prioridade de apresentação de Avisos de Sinistros à Seguradora. Caso sejam apresentados Avisos de Sinistros simultâneos, que em seu conjunto excedam ou possam exceder o limite especial de garantia referido, o critério de distribuição será o da proporcionalidade entre elas, comparativamente ao total pleiteado no momento da análise”.

²⁹⁶ Nesse sentido, a título de curiosidade, destaca-se a alterativa introduzida pela Berkshire Hathaway Specialty Insurance (BHSI), concernente à cláusula que restabelece os limites da apólice quanto estes forem esgotados pela Cobertura C ou pela necessidade dos administradores (Cobertura A e B). (GALLIN, Luke. **BHSI adds reinstatement clause to professional liability product**. 13 ago. 2019. Disponível em: <https://www.reinsurancene.ws/bhsi-adds-reinstatement-clause-to-professional-liability-product/>. Acesso em 15 nov. 2019).

²⁹⁷ Nesse sentido: “A contratação com seguradoras distintas tem o efeito prático de evitar ao máximo os conflitos de interesses entre administradores e a sociedade, cujos interesses nem sempre serão convergentes (*eg.*, o administrador, cômico de sua reputação, não deseja transigir em hipótese alguma; a sociedade, receosa de que o caso será julgado desfavoravelmente, quer transigir). As coberturas A e B, se contratadas através da mesma apólice e com a mesma seguradora, estariam em rota de colisão considerando a hipótese relatada.” (GOLDBERG, Ilan., *Op. cit.*, p. 428).

²⁹⁸ Nesse sentido, destaca-se exemplificadamente a apólice da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A, que apresenta um rol das pessoas possivelmente beneficiadas pela apólice: “No seguro de RC D & O, na acepção usual do termo, são as pessoas físicas em benefício das quais uma pessoa jurídica contrata o seguro, quando estas pessoas, durante o Período de Vigência do Seguro, e/ou durante o Período de Retroatividade, nela ocupem, passem a ocupar, ou tenham ocupado: a) cargo de Diretor ou Administrador, ou qualquer outro cargo executivo para os quais tenham sido eleitas e/ou nomeadas, condicionado a que, se legalmente exigido, a eleição e/ou nomeação tenham sido ratificadas por órgãos competentes; b) cargo de gestão, para o qual tenham sido contratadas, se a pessoa jurídica for legalmente solidária em relação a atos e decisões praticados por tais pessoas no exercício de suas funções. Refere-se também a: (i) Administrador de Entidade Externa (caso contratada tal extensão de Cobertura); (ii) Advogado, Contador, Gerente de Risco ou Auditor, desde que Empregado do Tomador, no exercício de sua profissão e nos limites das atribuições que lhes foram conferidas pelo Tomador, exclusivamente com relação a Reclamações cobertas feitas por Terceiros; e (iii) qualquer Empregado do Tomador, que não seja um Condições Contratuais do Seguro de Responsabilidade Civil de Administradores, Diretores e/ou Conselheiros – D&O, Diretor ou Administrador, mas que também seja réu por meio de litisconsórcio passivo junto com um Diretor ou Administrador do Tomador em uma Reclamação coberta na qual se alegue que tal Empregado tenha participado ou contribuído no cometimento de um Ato Danoso. Não estão incluídos na definição de Segurados os consultores e auditores externos, acionista, sócio ou administrador judicial, interventor, depositário ou liquidante (ou o equivalente) do Tomador.”. Além disso, destaca-se a própria definição na Circular n. 553 da SUSEP, que prevê que podem ser segurados não apenas os administradores, no sentido subjetivo do termo: “Art. 4º. O seguro de RC D & O é um seguro de responsabilidade civil, contratado por uma pessoa jurídica (tomador) em benefício de pessoas físicas que nela, e/ou em suas subsidiárias, e/ou em suas coligadas, exerçam, e/ou passem a exercer, e/ou tenham exercido, cargos de administração e/ou de gestão, executivos, em decorrência de nomeação, eleição ou contrato de trabalho (segurados), ou pela própria pessoa física.”.

No que tange às **exclusões** do Seguro D&O, inicialmente rememoram-se aquelas já apresentadas, quais sejam: as **exclusões subjetivas** (decorrência lógica do parágrafo anterior); as **exclusões temporais** (o seguro D&O é um seguro à base de reclamações, podendo estar sujeito a cláusulas de notificação, prazos complementares e prazos suplementares); e as **exclusões causais** (atos de gestão praticados com dolo ou culpa grave na administração da companhia; e atos dolosos relacionados à contratação ou à execução dessas apólices). Além destas, ressalta-se que as apólices geralmente dispõem de **exclusões geográficas**, destinadas a excluir riscos decorrentes de sinistros em outros países (*eg.*, sinistros decorrentes da listagem das companhias em bolsas de valores estrangeiras). Percebe-se que essas ferramentas regulatórias *ex post* também encontram guarida no Código Civil, que regulam as possibilidades de as seguradoras não concederem as garantias outrora asseguradas (arts. 762 e 768) e as hipóteses que exigem que o segurado atue para mitigar os prejuízos (arts. 771 e 787²⁹⁹), sob pena também de exclusão da cobertura.

No que tange às exclusões causais, ainda, entendo ser necessário abordar a equiparação que as três apólices analisadas por este estudo realizam entre a culpa grave e o dolo. Isto se faz necessário, por um lado, porque consigno que isso desprivilegia o tratamento diferenciado defendido por este trabalho em relação às violações desleais (dolo) e negligentes (culpa); por outro, entendo que seja uma boa transição entre o presente capítulo e o próximo, uma vez que o Parecer de Orientação n. 38, da CVM, também realizou essa (a qual considero) equivocada equiparação³⁰⁰.

Inicialmente, deve-se destacar que a própria Circular SUSEP n. 553 impõe que a culpa grave, a ser definida como tal pela jurisdição arbitral ou estatal, deverá ser equiparada ao dolo (art. 3º, inc. VIII³⁰¹). Esse estudo já apresentou duas razões (ontológicas e concernente à rede de incentivos ao descumprimento dos deveres de lealdade e diligência) que conduzem a uma

²⁹⁹ Arts. 771 e 787, do Código Civil: “Art. 771. Sob pena de perder o direito à indenização, o segurado participará o sinistro ao segurador, logo que o saiba, e tomará as providências imediatas para minorar-lhe as conseqüências. Parágrafo único. Correm à conta do segurador, até o limite fixado no contrato, as despesas de salvamento conseqüente ao sinistro. Art. 787. No seguro de responsabilidade civil, o segurador garante o pagamento de perdas e danos devidos pelo segurado a terceiro. § 1º Tão logo saiba o segurado das conseqüências de ato seu, suscetível de lhe acarretar a responsabilidade incluída na garantia, comunicará o fato ao segurador. § 2º É defeso ao segurado reconhecer sua responsabilidade ou confessar a ação, bem como transigir com o terceiro prejudicado, ou indenizá-lo diretamente, sem anuência expressa do segurador. § 3º Intentada a ação contra o segurado, dará este ciência da lide ao segurador. § 4º Subsistirá a responsabilidade do segurado perante o terceiro, se o segurador for insolvente.”.

³⁰⁰ Nesse sentido, este parecer compreende que não são passíveis de indenização, entre outras, as despesas decorrentes de atos dos administradores praticados: a) fora do exercício de suas atribuições; b) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou c) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse social da companhia.

³⁰¹ Art. 3º, inc. VIII, da Circular n. 553 da SUSEP: “Art. 3º Para fins desta norma, são adotadas as seguintes definições: VIII - culpa grave: é aquela que, por suas características, se equipara ao dolo, sendo motivo para a perda de direitos por parte do Segurado. A culpa grave deverá ser definida pelo Judiciário ou por arbitragem.”.

necessidade de diferenciação em relação ao sancionamento de condutas negligentes e desleais. Por mais grave que seja uma conduta diligente (culpa grave), ela jamais será perpetrada dolosamente ou dissociada do interesse social da companhia.

Dessa maneira, por endereçarem o controle do mesmo risco (a observância dos deveres fiduciários na gestão de sociedades anônimas), o tratamento mais rígido em relação aos deveres de lealdade, ante uma maior flexibilidade em relação aos deveres de diligência, pode ser um caminho em eventual diálogo regulatório entre a SUSEP (Seguro D&O) e a CVM (Contrato de Indenidade). Julgo que a opção legislativa de não equiparar a culpa grave ao dolo, em ambos os mecanismos contratuais, é capaz de tutelar desincentivos ao descumprimento de deveres fiduciários (sanções), consubstanciados na intransigência em relação aos deveres de lealdade; ao mesmo tempo que se garante uma maior flexibilidade na cobertura dos atos culposos (leves e graves), possibilitando uma maior aptidão ao risco por parte de administradores leais.

3.2. CONTRATO DE INDENIDADE: ASPECTOS GERAIS DOS ARRANJOS FORMAIS REGULATÓRIOS

Como já se ressaltou na justificativa desse trabalho de graduação, são poucos os delineamentos doutrinários sobre o Contrato de Indenidade. Diante das pretensões de um trabalho de conclusão de curso, privilegiar-se-á a descrição da prática comercial, buscando, ao fim e ao cabo, suscitar as ferramentas regulatórias que dirimem a interpretação desse instrumento.

É preciso, desde logo, suscitar o que não é um Contrato de Indenidade. Nesse contexto, ressalta-se que o instituto da “carta conforto” no Brasil em nada remonta aos *indemnification agreements* (cf. nota de rodapé 6). A “carta conforto” é uma garantia atípica, geralmente utilizada em operações financeiras, na qual uma pessoa (“confortante”, comumente uma sociedade empresarial controladora — “empresa-mãe”) garante ao credor de outra pessoa (“confortado, “sociedade filha”) o compromisso assumido por esta³⁰². Há subclassificações em

³⁰² MOREIRA ALVES, José Carlos. Notas sobre a carta de conforto. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Org.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos** - Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. 1. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 709. Nesta obra, define-se a ‘carta-conforto’ como: “uma missiva dirigida a uma instituição de crédito por uma entidade - a entidade-mãe – que detém interesses dominantes ou significativos numa terceira entidade – a entidade-filha. Nessa carta, a entidade-mãe afirma conhecer um compromisso assumido ou a assumir pela entidade-filha perante a destinatária e, depois, conforta ou tranqüiliza a instituição de crédito em causa quanto à seriedade da recomendada ou quanto ao cumprimento dos deveres por ela assumidos.”. Em sentido semelhantes, destaca-se também a definição de Arnaldo Borges Neto: “Assim, é possível conceituar a carta de conforto como a missiva em que uma pessoa (‘confortante’) destina à outra (‘confortado’) com o escopo de tentar consolá-la, ou aliviá-la, quanto à garantia do cumprimento

relação aos efeitos emanados por essas cartas, podendo ser dispostas nas categorias *hard* (quando importa em uma assunção de obrigação de dar ou fazer, assumida unilateralmente pela confortante, diante de eventual inadimplemento do confortado)³⁰³, média e *soft* (sendo esta sendo uma mera declaração do confortante concernente a alguma informação societária, financeira ou operacional) do confortado³⁰⁴.

O Contrato de Indenidade é, antes de tudo, um arranjo contratual bilateral, destinado a assegurar primariamente o administrador (e não eventuais terceiros), representando uma garantia patrimonial atípica da sociedade empresarial diante de processos de responsabilização. Essa necessidade de precisar o nome e delimitar os efeitos jurídicos principais do instrumento é importante, sobretudo, para se evitar confusões terminológicas com o instituto alcunhado de *comfort letter* nos EUA e desenvolvido nacionalmente como “carta conforto” (cf. nota de rodapé 6)³⁰⁵.

Sendo um contrato atípico, esse arranjo guarda correspondências às normas gerais do Código Civil e à legislação societária. No Relatório n. 83/2016-CVM/SEP/GEA-3, como se ressaltou acima, a unidade-especializada da Superintendência de Relações com Empresa (SEP) destaca dois posicionamentos da CVM sobre o instituto nos processos administrativos sancionadores CVM n. RJ/2009-8316 e n. RJ/2011-2595.

No primeiro processo administrativo, os administradores propuseram termo de compromisso, sugerindo que o pagamento na totalidade de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) fosse realizado pela seguradora, nos termos da apólice de D&O e, subsidiariamente, que fosse arcado pela própria companhia Kepler Weber S.A. O colegiado aprovou o termo de compromisso, apenas excluindo as condicionantes relacionadas ao pagamento de tais valores:

das obrigações do ‘garantido’, sem assunção de obrigação pessoal e solidária. [...] Constata-se, assim, que o objetivo precípua da carta de conforto é servir como garantia alternativa prestada por um terceiro e posta à disposição do credor sem que nem o devedor nem o próprio fiduciante sejam onerados pelas clássicas formas de garantia pessoais dos negócios jurídicos, sobretudo o aval e a fiança” (NETO, Arnaldo Borges. Apontamentos sobre a carta conforto. **Revista do Instituto de Direito Brasileiro – RIBD**, n. 10, ano 3, 2014, p. 7638-7639).

³⁰³ Nesse sentido: “Por último, a *hard* traz em sua essência a assunção de uma obrigação de dar (ou fazer), assumida unilateralmente pela confortante, e, portanto, ‘um dever de prestar por parte da emitente, com a consequente responsabilidade pelo seu inadimplemento – tratando-se, assim, de garantia pessoal atípica, só se configurando fiança se, pelo seu conteúdo, os elementos desta estiverem inseridos’.” (NETO, Arnaldo Borges., Op. cit., p. 7642).

³⁰⁴ Nesse sentido: “Com relação às espécies de carta – os efeitos delas emanados – a doutrina estrangeira divide-a em diversas categorias, as quais podem ser simplificadas em (i) *soft* (fraca); (ii) média; e (iii) *hard* (dura). Diz-se fraca das cartas cujo conteúdo limita-se a noticiar determinada informação acerca do garantido (composição societária; solvabilidade; existência de bens, interesses diversos do confortante no garantido, etc.), ou explanar a política do grupo econômico no qual se insere o garantido, sem que a confortante assuma qualquer obrigação ou responsabilidade pelas obrigações do beneficiário (está presente o dever genérico de diligência ao prestar informações).” (NETO, Arnaldo Borges., Op. cit., p. 7641-7642).

³⁰⁵ Acredito que essa confusão terminológica está presente em FERNANDES, Jean Carlos; GUERRA, Ricardo Henrique e Silva., Op. cit., em obra na qual utilizam doutrina sobre “carta conforto” que, na verdade, mais se aproxima à *comfort letter* norte-americana, afastando-se, por conseguinte, dos *indemnification agreements*.

o pagamento não deveria estar condicionado à implementação de nenhum outro evento nem deveria ser suportado pela companhia.

Em pedido de reconsideração, o colegiado da CVM seguiu o voto do então diretor Otavio Yazbek, mantendo o entendimento da impossibilidade de a companhia arcar com os valores delimitados no termo de compromisso. O relator, apesar de ter enfatizado as situações societárias problemáticas relacionadas ao conflito de interesse intrínseco neste instrumento contratual (“a sua própria administração – à qual pertence o beneficiário – que figura como ‘juiz’”), não considerou que tais arranjos, abstratamente, encontrassem óbices no ordenamento jurídico brasileiro³⁰⁶.

Já no segundo processo administrativo, em 2014, o colegiado absolveu administradores do BANESTES S.A. que aprovaram a concessão de indenização a alguns administradores da companhia, em restituição ao pagamento de um termo de compromisso no qual determinados administradores estavam sendo acusados de não divulgarem fatos relevantes. O colegiado, nos termos do voto da ex-diretora da CVM, Luciana Dias, considerou a possibilidade de a companhia firmar compromisso de indenidade com os administradores, em que pese à época a CVM e o ordenamento jurídico brasileiro não apresentassem critérios ou limites mínimos. Nas próprias palavras da relatora, a discussão doutrinária e jurisprudencial sobre o instituto no Brasil estaria ainda intocável³⁰⁷.

³⁰⁶ Nesse sentido, destaco parte do voto do Diretor-Relator Otavio Yazbek: “E aqui aproveito para destacar que não creio que se possa afirmar, de forma genérica, que a celebração de contratos de indenidade é, por si só, contrária ao ordenamento jurídico – embora em determinados casos ela possa ser. Parece-me evidente, porém, que a situação que ela cria é muito mais delicada do que aquela criada pelos seguros de responsabilidade, seja em razão da forma pela qual a companhia passa a responder por determinados atos; seja porque a decisão é tomada internamente; seja, ainda, por causa da estrutura de estímulos que um arranjo como este tende a embutir. 2. Por todo o exposto, entendo que a CVM não deve, para o cumprimento de obrigações assumidas em termos de compromisso, aceitar a assunção de obrigações dos administradores diretamente pela companhia, ainda que por meio de contratos de indenidade. Ademais, penso que a própria utilização de contratos de indenidade deve ser vista com cuidado e ressalvas. E por este motivo entendo que não há porque reconsiderar a decisão da autarquia, votando pela rejeição do pedido.”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5691-1.pdf>. Acesso em 14 nov. 2019.

³⁰⁷ Destaco, nesse sentido, partes do voto condutor da ex-Diretora Luciana Dias sobre o histórico das discussões sobre Contrato de Indenidade na autarquia: “O Colegiado da CVM se posicionou uma única vez sobre os contratos de indenidade: no âmbito de um pedido de reconsideração de proposta de termo de compromisso, no qual os administradores acusados pediram que o pagamento devido por eles fosse vinculado (a) à condição de que a seguradora o efetuasse, nos termos do contrato de seguro de responsabilidade; ou (b) caso a seguradora entendesse não ser cabível a cobertura dos eventos nos termos da apólice de seguro, que o pagamento fosse realizado pela própria companhia, nos moldes do contrato de indenidade celebrado entre tais administradores e a companhia. O Colegiado aprovou a proposta de termo de compromisso, mas rejeitou a vinculação do termo às condições propostas pelos acusados. [...] Além dessa manifestação muito pontual e quase introdutória sobre o assunto, a única outra menção que pude encontrar em documentos da CVM sobre contratos de indenidade foi o item 12.11 do Formulário de Referência, que pede que os emissores descrevam “as disposições de quaisquer acordos, inclusive apólices de seguro, que prevejam o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou ao emissor, de penalidades impostas por agentes estatais, **ou de acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos ou judiciais, em virtude do exercício de**

Essa intangibilidade doutrinária em relação ao instituto é preocupante, sobretudo quando se depara com os números já divulgados neste estudo, que demonstram que, em 2013, cinco empresas já possuíam disposições indenitárias. Como já se ressaltou, essas manifestações raras e genéricas da CVM, em processos administradores sancionadores, despertavam receio nas sociedades anônimas em relação aos limites, alcances e ao procedimento adequados para aprovação, validade e exigibilidade desse arranjo contratual.

Essa incerteza jurídica que pairava sob o instrumento foi parcialmente arrefecida com a edição, em setembro de 2018, do Parecer de Orientação n. 38, da CVM, que passou a recomendar procedimentos e sugerir parâmetros para a celebração desses contratos no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto. Nesse parecer a CVM expressamente afirma que não observaria óbice legal à adesão desse instituto, em que pese este não pudesse ter como escopo a indenização a qualquer tipo de responsabilização do administrador. As orientações da autarquia estão divididas em três grandes eixos: (i) o primeiro relacionado aos atos e às despesas passíveis de indenização; (ii) o segundo relacionado ao órgão societário responsável pelas concessões da indenização; e, por fim, (iii) um último eixo relacionado aos termos e condições gerais do contrato.

Em relação ao primeiro eixo, a CVM indica que entende não ser passível de indenização as despesas decorrentes de atos dos administradores praticados: (i) fora do exercício das atribuições destes; (ii) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou (iii) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse social da companhia — incluindo neste aspecto as indenizações decorrentes das ações sociais previstas no art. 159 da LSA e ao ressarcimento do art. 11, § 5º, da Lei n. 6385/1976 (termo de compromisso com a CVM).

A CVM alerta, ainda, que os termos e condições do contrato de indenidade devem ser razoáveis e condizentes, não se tornando um seguro a atos dos administradores que desrespeitem os parâmetros de conduta estabelecidos estatutariamente e na própria Lei n. 6.404/1976. Diante do inerente conflito de interesse no que tange às decisões de concessão de

suas funções”. (grifos nossos). Obviamente, o fato de existir uma regra de transparência sobre contratos de indenidade não os torna legais ou compatíveis com o interesse público. Demonstra, o entanto, que a CVM tem ciência de que tais arranjos existem e, se a CVM pede a divulgação dos contratos que preveem reembolso dos administradores em virtude de “acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos ou judiciais”, parece razoável presumir que alguns desses arranjos devem ser legítimos e, portanto, não ferem a ordem pública e os interesses da companhia.”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140729_PAS_RJ20112595.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

indenização, por parte da sociedade empresarial, a CVM recomendou no segundo eixo a adoção de regras claras e objetivas que especifiquem (i) o órgão da companhia responsável por avaliar o ato do administrador e (ii) a adoção de regras que expressamente afastem os administradores interessados em relação à decisão que possa enquadrar ou não as condutas destes dentro das hipóteses de indenização previstas no contrato outrora aprovado.

Nesse segundo eixo, a autarquia destaca que haveria situações preocupantes, as quais exigiriam procedimentos adicionais de governança. Dentre as situações, destacam-se aquelas: (ii) nas quais mais da metade dos administradores sejam beneficiários diretos da deliberação sobre o dispêndio de recursos; (ii) nas quais se constate divergência de entendimento sobre o enquadramento do ato do administrador como passível de indenização; ou (iii) nas quais se constate uma significativa exposição financeira da companhia, considerando os valores envolvidos.

Por fim, em relação ao último eixo de recomendação, a CVM dispõe que as companhias deveriam envolver os acionistas na decisão sobre a celebração de contratos de indenidade, seja incluindo estatutariamente disposição que autorize a companhia a indenizar seus administradores, seja submetendo os termos e as condições gerais da minuta do contrato à assembleia geral. Segundo a autarquia, essas recomendações seriam pertinentes diante da preocupação da entidade com o risco de conflito de interesse e com o impacto desses arranjos no patrimônio da sociedade.

Adicionalmente, a autarquia recomendou que, no mínimo, as companhias divulgassem as seguintes informações sobre esse instituto contratual:

- a) se há previsão estatutária sobre a indenidade e, em caso afirmativo, seus termos;
- b) se o contrato terá que prever valor-limite para a indenização oferecida e, em caso positivo, qual é esse valor;
- c) o período de cobertura que poderá ser abrangido pelo contrato;
- d) os administradores que poderão celebrar contrato de indenidade com a sociedade;
- e) as hipóteses excludentes do direito à indenidade;
- f) os tipos de despesa que poderão ser pagas, adiantadas ou reembolsadas com base no contrato; e
- g) os procedimentos relativos às decisões quanto ao pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas decorrentes do compromisso de indenidade, indicando: (i) órgão da companhia que será responsável pelas decisões referentes à sua concessão; e (ii) as regras e os procedimentos que serão adotados para mitigar conflitos de interesses, garantir a independência das decisões e assegurar que sejam tomadas no interesse da companhia.

Uma vez dispostos os principais arranjos regulatórios sobre o instituto, passa-se a analisar os contratos de indenidade disponibilizados pelas companhias no Módulo IPE da CVM.

3.2.1 ANÁLISE DO REGIME DE INDENIDADE DAS COMPANHIAS ABERTAS

Como se ressaltou no capítulo que analisou o desenvolvimento do Contrato de Indenidade no Brasil, este estudo monitorou 25 (vinte e cinco) companhias que aderem algum regime de disposição indenitária, sendo que, deste número, 16 (dezesesseis) empresas integram a atual carteira teórica do Ibovespa. Em geral, observam-se situações preocupantes em relação (i) potencial conflito de interesses e (ii) ao impacto patrimonial desses arranjos à companhia.

Desde logo, destaca-se que 5 (cinco) companhias nem sequer disponibilizaram seus contratos de indenidade ou eventuais atas de assembleias ou reuniões que delimitaram as condições do regime de indenidade da sociedade. A Companhia Siderúrgica Nacional (SID NACIONAL), por exemplo, integrante do Ibovespa, dispõe de compromisso de indenidade para os membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva. No entanto, além de não disponibilizar a minuta contratual no Módulo IPE, verifica-se que o regime de indenidade descumpre uma série de recomendações da CVM: (i) a companhia não possui disposição estatutária e não aprovou a minuta contratual em assembleia geral (a minuta foi aprovada pelos próprios conselheiros beneficiários); (ii) a companhia não informa se há um limite máximo global dessa política de indenidade; (iii) a companhia não informa quais os procedimentos adotados em relação às decisões de pagamento, reembolso ou adiantamento decorrentes do compromisso de indenidade, apenas dispondo que: “assinado o contrato de indenidade, não há qualquer outra formalidade a ser observada, uma vez verificada a obrigação de indenização; no caso de existência de conflitos ou dúvidas, cada caso específico será submetido à deliberação do Conselho de Administração.”.

Há ainda quatro companhias que ilustram essa falta de *enforceability* das recomendações da CVM. O SANTANDER S.A., desde 2013, apenas aduz que dispõe de cartas de indenização aos administradores da companhia, sem adotar nenhuma das recomendações da autarquia. A EMBRAER S.A., por outro lado, apenas afirma que dispõe de uma “Política de Custeio de Despesas de Defesa e Reembolso de Pagamentos Incorridos por Empregados, Membros da Diretoria, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal”, sob a condição de o ato não ter envolvido “conduta dolosa ou culposa violadora de política ou regra da Embraer, da lei, de contrato com a Embraer ou de dever fiduciário”. E só. Destaca-se também a AZUL S.A., que apenas afirma que dispõe de contrato de indenidade com dois dos membros do Conselho de Administração para “indenizá-los e mantê-los indenidos por quaisquer perdas decorrentes do exercício de seus cargos na Companhia, exceto nos casos [de] dolo, fraude ou negligência grave”. Por fim, destaca-se a estatal mineira de energia elétrica, CEMIG, que apenas informa no Formulário de Referência que “adicionalmente, [...] em seu estatuto já

oferece proteção aos administradores, no caso de perdas resultantes de atos de administração da Companhia”. Nada mais. **Esses casos demonstram que, por mais que emanadas da própria CVM, as recomendações ainda não passaram de recomendações.**

Entre as companhias que compõe o índice Ibovespa, separo outros três casos que entendo que são peculiares e menos preocupantes que as cinco companhias acima. A AMBEV S.A., as LOJAS AMERICANAS S.A. e a B2W COMPANHIA DIGITAL S.A. possuem cláusulas indenitárias no estatuto social. São cláusulas, no entanto, destinadas a assegurar os administradores apenas em relação aos custos de defesa, devendo estes ressarcirem a companhia se restarem condenados, após o trânsito em julgado, seja por culpa, seja por dolo. Essas empresas também possuem Seguro D&O, de modo que esse ressarcimento, em casos de condenação por um ato de gestão culposo, poderia ser coberto pela apólice.

Entendo que, caso essa dinâmica se aplicasse apenas aos casos de condenação por atos dolosos — à luz do tratamento diferenciado que esse trabalho defendeu entre os deveres fiduciários —, esse regime poderia representar uma ótima complementariedade às coberturas A e B das apólices de D&O que essas companhias já aderem. O que falta, por óbvio, a essas companhias é uma maior transparência em relação à política de indenidade, ainda que circunscrita apenas ao adiantamento dos custos de defesa. Há um limite máximo global? Qual é o órgão societário que analisa os pedidos de adiantamento desses valores? Quem é responsável por dirigir a defesa dos administradores e escolher a banca de advocacia a representá-los nos processos de responsabilização?

A RUMO S.A., por outro lado, aprovou uma Política de Tratamento de Riscos em assembleia geral realizada em 7 de outubro de 2014, com vigência de 10 (dez) anos, aplicável aos seus administradores, aos membros do Conselho Fiscal e aos demais colaboradores da Companhia ou empresas controladas. Essa política, conforme já se ressaltou neste trabalho, disponibiliza simultaneamente apólices de D&O (isso, no plural) e compromissos de indenidade, por entender que, adotadas em conjunto, seriam instrumentos aptos a aumentar a proteção dos administradores e neutralizar os efeitos da restrição no mercado de Seguros D&O³⁰⁸. A descrição dessa política no Formulário de Referência parece cumprir, ainda que aparentemente, com as recomendações da CVM; não obstante, não se afirma quem irá tomar a

³⁰⁸ Nesse sentido: “Por fim, a Companhia entende que o D&O e o compromisso de indenidade, estão em linha com o interesse da Companhia e as melhores práticas de mercado, aumentando a proteção de seus Administradores no exercício regular de sua função e buscando neutralizar possíveis efeitos adversos gerados pelas restrições do mercado securitário, servindo como um benefício das companhias para a captação de bons profissionais no mercado, além de ser considerado um bom indicativo de boas práticas de governança corporativa.”. Disponível em: <http://ri.rumolog.com/ptb/formulario-de-referencia-e-cadastral>. Acesso em: 04 nov. 2019

decisão relativa aos desembolsos com o pagamento decorrente do compromisso de indenidade, após a auditoria interna a fim de investigar o ato de gestão impugnado. A companhia poderia melhorar a transparência dessa política cumprindo a recomendação da CVM, disponibilizando-a, inclusive, com as minutas dos contratos de indenidade, no Módulo IPE, na Central de Sistemas da CVM.

Por fim, destaco o BANESTES S.A., que remonta ao outrora descrito PAS RJ/2011-2595, julgado pelo colegiado da CVM. **O Banco do Estado do Espírito Santo possui contrato de indenidade desde 2006.** Embora tenha disponibilizado a minuta contratual, a política de indenidade da companhia apresenta algumas dissonâncias em relação às recomendações do Parecer de Orientação n. 38. Desde logo, verifica-se que (i) a cláusula 2.1, alínea *b*, prevê a possibilidade de o Administrador ser ressarcido diante da celebração de Termos de Compromisso, o que foi debatido, como se abordou anteriormente, pela CVM no julgamento do PAS RJ/2011-2595 e é afastado pela CVM no Parecer de Orientação n. 38. Além disso, (ii) a companhia não dispõe na apólice se há um limite máximo global de indenização e desembolso e, também, (ii) não há previsão expressa de quem irá decidir a aplicabilidade da obrigação de indenizar estabelecida no instrumento, apenas dispondo que, se houver “qualquer dúvida em relação à aplicação”, esta seria decidida pela assembleia geral.

As demais companhias que disponibilizam os documentos relacionados à política de indenidade à CVM cumprem, em algum grau e medida, as recomendações da CVM. Restrinjo a análise da política de indenidade destas empresas a três aspectos: (i) como elas determinam a dinâmica de aprovação dos desembolsos aos administradores, bem como a dinâmica do cumprimento das demais cláusulas do contrato de indenidade; (ii) como essas empresas definem o limite máximo global desses contratos, uma vez que este trabalho já defendeu que esse mecanismo é mais amplo que o Seguro D&O (ainda que possa não cobrir, por recomendação da CVM, as despesas indenizatórias decorrentes de ações sociais e termos de compromisso); e (iii) como essas políticas delimitam as formas de condução das defesas dos administradores, uma vez que este trabalho defendeu que esse é o principal risco assegurado pelo Seguro D&O, em um contexto de demandas frívolas e infundadas e de insuficiência da *business judgment rule*.

3.2.1.1 POLÍTICAS DE INDENIDADE. DECISÃO DE APROVAÇÃO DOS DESEMBOLSOS. LIMITE MÁXIMO GLOBAL. CONDUÇÃO NA DEFESA DOS PROCESSOS DE RESPONSABILIZAÇÃO AJUIZADOS EM FACE DOS ADMINISTRADORES

Nas companhias do Grupo CEEE (Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEE-GT; e a Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D), do Grupo GERDAU (METALÚRGICA GERDAU S.A. e a GERDAU S.A.) e na BRF S.A., as decisões sobre o pleito do beneficiário em relação à caracterização do ato de gestão ou da eventual aplicabilidade das hipóteses de exclusão são realizadas pelo Conselho de Administração. À exceção do Contrato de Indenidade desta última companhia, as demais dispõem expressamente sobre a vedação dos eventuais beneficiários participarem das reuniões ou das discussões sobre decisões relacionadas à aprovação dos desembolsos. Perceba-se, por conseguinte, que a política dessas companhias não possui nenhuma governança adicional nas situações recomendadas pela CVM (situações nas quais a. mais da metade dos administradores sejam beneficiários diretos da deliberação sobre o dispêndio de recursos; nas quais b. se constatem divergências de entendimentos sobre o enquadramento do ato do administrador como passível de indenização; ou nas quais c. a exposição financeira da companhia se mostre significativa, considerando os valores envolvidos).

A relação da VALE S.A. com o contrato de indenidade é bastante peculiar. A companhia aderiu a este mecanismo apenas para os administradores dos 3 (três) Comitês Independentes de Assessoramento Extraordinário criados após o Desastre de Brumadinho³⁰⁹. Neste instrumento, a VALE S.A. prevê apenas que as decisões sobre os desembolsos seriam realizadas pelo Conselho de Administração, não dispondo sobre as situações excepcionais justamente pelo fato de a empresa não aderir ao Contrato de Indenidade em benefício de conselheiros e de diretores. Por outro lado, a LITELLA PARTICIPAÇÕES S.A. dispõe a literalidade das recomendações da CVM: em regra, as decisões sobre as concessões dos desembolsos aos administradores são realizadas pelo Conselho de Administração; nas situações apresentadas pela CVM como excepcionais, a decisão é competência da assembleia geral.

A companhia IDEIASNET S.A. dispõe que (i) o Conselho de Administração decidirá quando os eventuais beneficiários sejam membros da Diretoria; que (ii) a assembleia geral decidirá caso o beneficiário seja membro do Conselho de Administração ou quando o valor das perdas a serem desembolsadas pela companhia exceda, de forma isolada ou agregada, o valor

³⁰⁹ A VALE S.A., após o desastre em Brumadinho, criou três Comitês Independentes de Assessoramento Extraordinário: o Comitê Independente de Assessoramento Extraordinário de Segurança de Barragens (CIAESB), o Comitê Independente de Assessoramento Extraordinário de Apoio e Reparação (CIAEAR) e o Comitê Independente de Assessoramento Extraordinário de Apuração (CIAEA). Disponível em: <http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/news/Paginas/vale-informa-sobre-criacao-do-comite-independente-deassessoramento-extraordinario-de-seguranca-de-barragens.aspx>. Acesso em: 25 ago. 2019.

de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Por outro lado, a PETROBRAS S.A., a PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A. e a LINX S.A. dispõem que essas decisões seriam tomadas sempre por “terceiros independentes” ou por um escritório de advocacia contratado pela companhia. Em uma estrutura também diferente, a MARCOPOLO S.A. dispõe que essas decisões sejam sempre tomadas pelo Comitê de *Compliance*.

Em relação às três últimas companhias (BRASKEM S.A., OI S.A. e a B3 S.A.), cabe destacar que estas possuem, para além dos instrumentos contratuais, políticas empresariais de indenidade. Na BRASKEM S.A., o Conselho de Administração ou a Diretoria, conforme estabelecido na Política de Indenidade, é o órgão competente para, com base em análise prévia da Área Jurídica — que pode contratar parecer de escritório de advocacia externo e, conforme o caso, também solicitar parecer do “comitê de conformidade” —, decidir sobre a concessão dos desembolsos. Na OI S.A., as análises de enquadramento nas situações notificadas pelos administradores são realizadas inicialmente pela Diretoria Jurídica. Nos casos em que a Diretoria Jurídica identificar conflito de interesse, essa avaliação de enquadramento inicial deverá ser conduzida por um “especialista externo independente”. Em ambos os casos (análise primária conduzida pela Diretoria Jurídica ou pelo “especialista externo independente”), envia-se uma Nota Técnica a um “Comitê Interno *Ad-hoc*”³¹⁰, responsável então por decidir pelo enquadramento ou, caso se trate de uma situação excepcional, por sugerir ao Conselho de Administração a submissão da decisão de enquadramento a um Grupo de 3 (três) especialistas externos. Por fim, na B3 S.A., o Conselho de Administração, assessorado pelo “Comitê de Governança e Indicação”, será responsável pelas decisões de enquadramento; nas situações de conflito de interesse, o Conselho de Administração deve constituir um “Comitê Interno *Ad-hoc*” com três membros externos independentes; nas decisões relacionadas a empregados da companhia, a diretoria será a responsável pela decisão de enquadramento e concessão dos desembolsos.

Em relação ao segundo eixo que este estudo se propôs a analisar nesses contratos de indenidade (limite máximo das políticas), identifiquei seis companhias que possuem um limite

³¹⁰ Nesse sentido, destaca-se a composição do Comitê Interno *Ad-hoc* da companhia: “No mínimo, 2 (dois) outros membros do Conselho de Administração (que não o Beneficiário) e 1 (um) Diretor estatutário da Oi, sendo que ao menos um dos conselheiros deve ser independente, na hipótese do Beneficiário ser Conselheiro de Administração; ou no mínimo 2 (dois) Diretores estatutários da Oi (que não o Beneficiário) e 1 (um) conselheiro independente, na hipótese do Beneficiário ser Diretor estatutário ou não estatutário de uma das Companhias Oi. Na impossibilidade de constituição do Comitê Interno *Ad-hoc* com este número mínimo de Diretores estatutários, seja por vacância ou conflito, a composição do Comitê Interno *Ad-Hoc* deverá ser complementada com membros do Conselho de Administração, no número necessário para se atingir o mínimo de 3 (três) membros.”. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDocData>. Acesso em: 14 nov. 2019.

máximo global, quais sejam: o Grupo CEEE (Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEE-GT; e a Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D); o Grupo Petrobras (Petrobras S.A. e Petrobras Distribuidora), a RUMO S.A. e a LINX S.A.. Em relação às duas empresas que estão inseridas no Grupo CEEE — cujo Formulário de Referência 2019 indica a existência de um Seguro D&O, mencionando-se apenas o prêmio deste no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) —, a assembleia geral aprovou contratos de indenidade para tornar 32 (trinta e dois) administradores indenados, em um valor máximo global de R\$ 1.850.000,00 (um bilhão e oitocentos e cinquenta milhões de reais)³¹¹. Além disso, o Contrato de Indenidade da Petrobras S.A. prevê um limite máximo global de US\$ 500 milhões de dólares; e a Petrobras Distribuidora S.A. prevê um limite máximo global de R\$ 673.608.000,00 (seiscentos e setenta e três milhões, seiscentos e oito mil reais). Nessas quatro companhias, esses valores globais representam mais que o dobro do limite máximo global da apólice D&O contratadas. Por fim, a RUMO S.A. apresenta uma política de indenidade com limite máximo global de R\$ 300 milhões de reais *vis à vis* o limite máximo global de apenas R\$ 240 milhões em relação às apólices D&O.

Dessa maneira, resta claro, seja pela típica ausência de limite global, seja pelos elevados limites daqueles instrumentos que possuem, que o Contrato de Indenidade se apresenta na prática comercial como um instrumento bem mais amplo que o Seguro D&O (ainda que não se “recomende” que aquele seja destinado a assegurar despesas com ações sociais e com termos de compromissos). A única exceção, entre todas as empresas consultadas, é a LINX S.A., uma vez que esta prevê a rescisão automática do Contrato de Indenidade quando a soma dos valores desembolsados pela companhia atingir o limite da indenização estabelecido na apólice de Seguro D&O vigente ou o limite máximo global de R\$ 50 milhões de reais, o que for maior. Conforme Formulário de Referência da companhia, o limite máximo global da atual apólice é R\$ 70 milhões, o que enseja considerar que, nessa hipótese (que, mais uma vez, é uma exceção entre as empresas consultadas), o Seguro D&O seja um mecanismo quantitativo e qualitativamente mais amplo que o Contrato de Indenidade.

³¹¹ Nesse sentido, destaca-se a Cláusula 3.2., do Contrato de Indenidade do Grupo CEEE: “3.2. Ocorrerá o cancelamento automático do Contrato quando a soma dos valores pagos pelas Companhias para indenizar todos os Beneficiários, independentemente da data em que forem desembolsados, atingir o limite máximo e global de R\$ 1.850.000,00 (um bilhão oitocentos e cinquenta milhões de reais), corrigido anualmente pelo IPCA a partir da assinatura deste contrato, no dia útil imediatamente anterior à reunião do Conselho de Administração que aprovar a matéria, na forma do item 6.1 deste Contrato.”. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDocData>. Acesso em: 14 nov. 2019.

Por fim, concernente à condução e aos custos da defesa, o Contrato de Indenidade rememora a dicotomia já apresentada entre o *duty to indemnify* e o *duty to defend* (cf. nota de rodapé 293) em relação às seguradoras: a companhia que, facultativamente, resolve adotar um Contrato de Indenidade com os administradores possui o direito de conduzir a defesa e determinar a escolha do advogado (*duty to defend*)? O direito de escolha dos advogados é um direito personalíssimo?

Entre as empresas consultadas no estudo, podemos dividi-las em três grandes grupos. No primeiro grupo de empresas, há aquelas que concedem esse direito de escolha aos administradores/beneficiários, seja pela escolha do escritório com a qual a companhia já possui relação prévia, seja pela escolha de um advogado pessoal de confiança do administrador. Dentre estas se destacam: o Grupo CEEE (Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEE-GT; e a Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D); o Grupo Petrobras (Petrobras S.A. e Petrobras Distribuidora); a BRF S.A.; a OI S.A.; a MARCOPOLO S.A.³¹²; a IDEIASNET S.A. e a LINX S.A.. Essa opção contratual, assim como no Seguro D&O, desperta celeumas doutrinárias para se definir um critério razoável entre a complexidade da causa e o valor dos honorários a ser desembolsado ao advogado escolhido pelos administradores.

No segundo grupo de empresas há aquelas que buscam “limitar” a livre escolha dos administradores. A B3 S.A., por exemplo, determina que é da própria companhia a prerrogativa de escolha de condução da defesa e de definição do escritório para atuar na causa em nome do administrador/beneficiário. O administrador deve consentir, posteriormente, em até um dia útil com a escolha da B3 S.A.. Caso não concorde, a B3 S.A. disponibiliza uma lista tríplice de advogados, entre os quais o administrador deve necessariamente escolher um, sob pena de eximir a companhia com a referida obrigação no Contrato de Indenidade. Por outro lado, a VALE S.A. determina que essa escolha, por parte do administrador beneficiário, somente aconteça diante de eventual inércia da companhia ou dos advogados por ela contratados. Por fim, no terceiro grupo de companhias, destacam-se aquelas que preveem o *duty to defend*,

³¹² Apenas para fins de curiosidade, a Cláusula 2.3.1 do Contrato de Indenidade da MARCOPOLO S.A. prevê uma cláusula peculiar dentre os contratos de indenidade analisados. Nesta a companhia se compromete, nas situações em que for possível, pedir a substituição processual do administrador pela da própria companhia: “[...] Em se tratando de demandas envolvendo responsabilidade que possa ser delegável, e sempre sob a premissa de que seja possível processual e juridicamente, a COMPANHIA compromete-se a pedir a substituição do ADMINISTRADOR pela COMPANHIA nos autos em questão, ou, conforme o caso, a assistir o ADMINISTRADOR na referida demanda. [...]”. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDocData>. Acesso em: 14 nov. 2019.

determinando que é uma prerrogativa da companhia a condução da defesa e a escolha dos advogados nos processos de responsabilização dos beneficiários. Entre estas: a BRASKEM S.A., a LITELA PARTICIPAÇÕES S.A. e o Grupo Gerdau (GERDAU S.A. e a METALÚRGICA GERGAU S.A.).

Uma vez apresentados os principais elementos do regime jurídico dos Contratos de Indenidade, verifica-se que esses arranjos contratuais garantem uma ampla liberdade às companhias. Há diversos pontos a serem esclarecidos em uma futura regulamentação da CVM, com destaques àqueles relacionados (i) ao potencial de exposição financeira das companhias e (ii) aos procedimentos mínimos de governança a serem exigidos diante das decisões de adoção desses instrumentos e das decisões supervenientes de cumprimento desse contrato.

Entendo, também, que pesquisas doutrinárias deveriam aprofundar-se sobre a natureza jurídica e autonomia do instituto. Não considero, por exemplo, que os arranjos contratuais da companhia LINX S.A., por exemplo, que vinculam a subsistência das obrigações deste ao limite máximo global das apólices D&O, sejam efetivamente um Contrato de Indenidade: política de reembolso à companhia (intrinsecamente relacionado à cobertura B das apólices D&O) não se confunde (ou não se deveria confundir) com os Contratos de Indenidade. Caso assim se considere, a causa jurídica deste instituto estaria intrinsecamente relacionada à preexistência da apólice do D&O, o que não encontra respaldo na prática norte-americana e na praxe comercial brasileira.

Fato é, portanto, que esses arranjos contratuais incrementam potenciais conflitos de interesses entre as estruturas organizacionais da empresa: por um lado, são os próprios administradores que elaboram os termos de um contrato, em benefício próprio ou “cruzado” e em nome da sociedade; por outro, são eles ainda que tomarão as decisões relativas aos desembolsos e ao cumprimento dos termos do Contrato de Indenidade. Diante da economia dos custos de transação — que pressupõe a racionalidade limitada e o oportunismo dos agentes econômicos³¹³ — e diante da inevitável incompletude desses contratos de indenidade — incapazes, portanto, de conter todas as previsões sobre fatos futuros e sobre as vicissitudes a serem enfrentadas na execução dos seus termos —, os contratos de indenidade possuem o condão de contrapor os interesses do administrador segurado e da “sociedade anônima

³¹³ Nesse sentido, sobre a aplicação da economia dos custos de transação à teoria contratual: “A importância do pressuposto comportamental de oportunismo está na possibilidade de surgimento de problemas de adaptação decorrentes da incompletude dos contratos. A racionalidade ilimitada implica contratos incompletos e, conseqüentemente, renegociações futuras. O oportunismo implica que as partes podem se aproveitar de uma renegociação, agindo aeticamente e, por conseqüências, impondo perdas à(s) sua(s) contraparte(s) na transação. [...] A possibilidade de problemas de adaptação leva indivíduos a desenhar instituições que tenham a função de amenizar esses problemas e, assim, viabilizar transações” (FARINA, Elizabeth *et al.*, Op. cit., p. 79-80).

seguradora”. Isso poderá ocorrer, por exemplo, ao longo da condução das defesas desses administradores e dos sucessivos desembolsos necessários à defesa destes em processos notadamente complexos no mercado de capitais.

Por fim, a prática empresarial no Brasil faz com que o Contrato de Indenidade seja um instrumento bem mais amplo que o Seguro D&O, adquirindo proeminência em razão do período de *hard market* neste ramo securitário. Não obstante, ao regulá-lo, a CVM não pode considerar que o momento atual do ramo D&O irá perpetuar-se, uma vez que esses ciclos de restrição e flexibilidade na indústria securitária é normal e historicamente acompanhado³¹⁴. E, mais do que nunca, a CVM deve regulá-lo: há “boas recomendações” no Parecer de Orientação n. 38, não obstante, há uma quantidade considerável de companhias que as descumprem dentro da amostragem analisada por este estudo.

4. RISCO MORAL DOS ADMINISTRADORES NO BRASIL: UM PROBLEMA REGULATÓRIO QUE PERSISTIRÁ EM RELAÇÃO AO SEGURO D&O E AO CONTRATO DE INDENIDADE

A escolha do objetivo principal deste trabalho de conclusão de curso não foi um despropósito. Atualmente, à luz do atual desenvolvimento e da (falta de) transparência na divulgação das informações sobre esses instrumentos, é impossível analisar, de forma ampla e estatisticamente relevante, o impacto efetivo desses contratos nas decisões empresariais dos administradores brasileiros. Não obstante, em relação à existência de arranjos regulatórios formais, podemos tirar importantes conclusões sobre essa prática contratual no Brasil.

A doutrina securitária, como se observou, realmente aduz que a regulação das seguradoras dispõe de importantes ferramentas no controle do risco moral (cf. nota de rodapé

³¹⁴ Nesse sentido, destaca-se: “No description of the D&O insurance market would be complete without some mention of the insurance underwriting cycle. For reasons that have yet to be fully explained, insurance markets follow a boom and bust pattern that is similar to, but not closely correlated with, other business cycles. More specifically, the underwriting cycle refers to the tendency of premiums and restrictions on coverage and underwriting to rise and fall as insurers tighten their standards in response to the loss of capital or, alternately, loosen their standards in order to maintain or grow market share when new capital enters the market. The tightening of underwriting standards accompanies a ‘hard market’ in which premiums and, after a lag, underwriting profits, rise. Increased underwriting profits, of course, spur competition, whether from new entrants or established companies seeking to increase market share, and competition leads to another ‘soft market’ of loosening of underwriting standards and declining profits. The process is described as cyclical because each market condition contains the seed to generate the other. All aspects of underwriting are affected by the cycle. In a hard market, underwriters become more selective, more interested in higher attachment points, less willing to offer high limits, less willing to negotiate contract terms, and able to command dramatically higher prices for what amounts to less coverage. The D&O insurance market went through this ‘hard’ phase in the mid-1980s and again in 2001– 2003. More recently, the D&O insurance market has been shifting to the ‘soft’ phase.” BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 506, 507)

33)³¹⁵. Em relação às ferramentas regulatórias *ex ante*, destacamos o processo de subscrição do risco, a possibilidade de exigência de franquias e copagamentos e a hipótese de recusa ao seguro (*refusal to insure*). Já em relação às ferramentas regulatórias *ex post* contratação, destacamos que o Código Civil e a própria Circular da SUSEP n. 553 dispõem de ferramentas formalmente adequadas à gestão dos sinistros pelas seguradoras, às hipóteses de exclusões da cobertura e às exigências ao beneficiário e ao tomador em relação ao dever de mitigar perdas e de manter a boa-fé desde o período pré-contratual.

No entanto, ainda em uma análise eminentemente formal, há importantes avanços a serem explorados. A IN n. 480, por exemplo, pode avançar do mero subjetivismo de se exigir que a companhia descreva as apólices de D&O para, por exemplo, dispor sobre as informações mínimas que devem ser divulgadas. Não basta a mera indicação de existência da apólice ou, ainda, a simples indicação do prêmio e do valor máximo global. É necessário ou uma descrição detalhada desse contrato (quais coberturas existem; quantos administradores são segurados; qual a vigência da apólice; qual o prêmio e o limite máximo global; quais são as franquias e copagamentos eventualmente existentes; quais cláusulas adicionais existem; quais responsabilidades são asseguradas; quais os sinistros existentes e o valor com eles já desembolsados etc) ou uma disponibilização integral da apólice, em semelhança à atual exigência (ou, melhor, recomendação) pela CVM de divulgação das minutas e de determinadas informações mínimas em relação aos Contratos de Indenidade.

No que tange à ferramenta regulatória de franquia e de copagamento, por exemplo, este estudo verificou que, embora haja a possibilidade normativa de as seguradoras as exigirem, são raras as companhias que declaram possuir franquias nas suas apólices. Inspirações em estatutos estrangeiros podem trazer, nesse contexto, inúmeros benefícios, sobretudo diante da importância dessa ferramenta regulatória na “mitigação” do risco moral dos administradores beneficiários. O *German Code of Corporate*, por exemplo, exige a fixação de uma franquia de, no mínimo, 10% dos eventuais danos a serem cobertos pelas apólices até, pelo menos, o valor

³¹⁵ Destaco, nesse sentido: “The D&O insurer has several means of reintroducing the deterrence function of corporate and securities law and, because it is the one ultimately footing the bill, ample incentive to do so. First, D&O insurers may screen their risk pools, rejecting firms with the worst corporate governance practices and increasing the insurance premiums of firms with higher liability risk. Second, D&O insurers may monitor the governance practices of their corporate insureds and seek to improve them by recommending changes, either as a condition to receiving a policy or in exchange for a reduction in premiums. Third, D&O insurers may manage the defense and settlement of shareholder claims, fighting frivolous claims, managing defense costs, and withholding insurance benefits from directors or officers who have engaged in actual fraud.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J., Op. cit., p. 489).

de 150% da remuneração anual fixa do administrador³¹⁶. No Brasil, essa exigência, *eg.*, poderia se estender autonomamente às políticas de indenidade das companhias brasileiras (autorregulação) ou à própria regulamentação estatal do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade.

A análise eminentemente formal do Contrato de Indenidade é mais preocupante. As recomendações da CVM carecem de *enforceability*, sendo descumpridas por uma quantidade considerável das companhias consultadas na amostra selecionada pelo estudo. A ausência de regulamentação dos Contratos de Indenidade é um descompasso do qual se germinam riscos às políticas de indenização da companhia, sobretudo, no que tange aos conflitos de interesse na aprovação e na concessão dos sucessivos desembolsos; bem como no que tange aos riscos de exposição financeira da companhia aos gastos com a defesa e com os pagamentos de indenizações realizados em nome e em benefício do administrador.

Entendo, por exemplo, que a ausência de limite máximo global, nas políticas de indenidade, esbarra em relevante óbice relacionado ao interesse social da companhia. Não há entre as companhias consultadas uma apólice sem limite máximo global de risco a ser suportado pela seguradora. Por que a companhia deveria suportar todo esse risco? Os benefícios de uma política de indenidade à companhia (*eg.*, na atração e manutenção de profissionais qualificados) devem encontrar consonância e equilíbrio ao risco financeiro suportado pela sociedade. Trata-se de uma equação que requer uma regulação estatal, devendo esta também ser capaz de manter ampla liberdade à governança corporativa na compatibilização desses instrumentos contratuais e na definição de procedimentos internos da política de riscos da companhia.

Por fim, como último aspecto relacionado às ferramentas regulatórias desses instrumentos contratuais, mais uma vez, reforça-se a crítica outrora realizada em relação à equiparação que a Circular n. 553 da SUSEP e o Parecer de Orientação n. 38 realizam entre a

³¹⁶ Nesse sentido: “In order to mitigate the ‘moral hazard’ and encourage compliance with directors’ duties (*‘Präventionswirkung’*), the German Code of Corporate Governance recommends the provision of a deductible of at least 10% of the damages. Section 93 of the German Stock Corporations Code requires that ‘If the company takes out an insurance covering the risks of a member of the managing board arising from his work for the company, such insurance should provide for a deductible of no less than 10 per cent of the damage up to at least an amount equal to 1.5 times the fixed annual compensation of the managing board member’. The question that arises is whether the company can reimburse the directors for the value of this deductible and whether it is insurable. Also in order to prevent neglect and negligence of the directors, the insurance does not provide an unrestricted coverage. In fact, in order to mitigate the ‘moral hazard’ effect and to ensure a deterrent effect, the D&O Insurance includes a wide range of exclusions, such as deliberate acts, wilful breaches of duties, fraud, dishonesty, criminal behaviour, illegal gains.” (RAMOS, Maria Elisabete Gomes., *Op. cit.*, p. 745, 746). Nesse sentido, destaca a expressa previsão no *German Code of Corporate*: “Section 3.8. [...] If the corporation takes out a D&O (directors’ and officers’ liability insurance) policy for the Management Board, a deductible of at least 10% of the loss up to at least the amount of one and a half times the fixed annual remuneration of the Management Board member must be agreed.”. Disponível em: <https://www.evotec.com/f/5202a774a3be91abb06ee05e30bc050d.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

culpa grave e o dolo. Nesse aspecto, entendo que ambas as regulações, por endereçarem o risco moral societário, deveriam ser mais flexíveis em relação às violações culposas. E essa flexibilidade não está em contradição com a defesa que este trabalho realiza em relação à necessidade de rigidez no limite máximo global dos Contratos de Indenidade. **Perceba-se: a crítica não está na permissão da cobertura a qualquer violação culposa, e sim em uma cobertura financeira infinita a todas essas violações. A violação negligente aos deveres fiduciários não é o problema: este se circunscreve, para fins deste estudo, na necessidade de uma arquitetura regulatória que desincentive essa violação. O desejável, portanto, é uma regulação que não incentive violações; não obstante, caso estas ocorram, o desejável seria que essa mesma regulação tratasse diferentemente atos desleais e negligentes.**

Algumas considerações realistas/empíricas sobre esses instrumentos também são importantes. Inicialmente, afastado, desde logo, uma retórica relacionada, principalmente, aos Seguros D&O: segundo esta narrativa, os Seguros D&O e os Contratos de Indenidade não tornariam, isoladamente, os administradores mais negligentes, sobretudo, porque essas garantias não afastariam a responsabilização do administrador, a aplicação de outras sanções e o impacto destas na reputação empresarial desses administradores³¹⁷. Essa narrativa, sem pesquisa empírica, é mera bravata, ainda mais quando há evidências em ordenamentos estrangeiros que a infirmam.

Desde logo, cabe reiterar que não se negam os potenciais positivos que podem ser explorados a partir de ambos arranjos contratuais (i. atrair e manter profissionais competentes; ii. propiciar uma cultura de risco que permita a inovação empresarial; iii. propiciar segurança patrimonial ao administrador diante do atual panorama da responsabilidade societária no Brasil; iv. promover uma cultura de monitoramento e prevenção do risco; v. promover incentivos à governança corporativa). No entanto, esses instrumentos, diante da arquitetura regulatória e do dinamismo societário, podem provocar externalidades negativas em relação ao risco moral (ainda que não intencional) dos administradores.

Na literatura estrangeira, há evidências empíricas que correlacionam (i) as companhias com excesso de cobertura securitária ao aumento de investimentos ruins e, posteriormente, a um desempenho operacional inferior³¹⁸; e que correlacionam (ii) a adoção do Seguro D&O às

³¹⁷ Nesse sentido, para ilustrar essa narrativa, destaco: “O administrador de uma sociedade, seja pequena, média ou grande, dispõe de um ativo intangível valiosíssimo, qual seja, a sua reputação. O simples fato de dispor de uma apólice de seguro não fará com que o administrador passe a ser negligente. O efeito é justamente o contrário, no sentido de prover condições para que a administração seja a mais eficiente e arrojada possível.” (GOLDBERG, Ilan., Op. cit., p. 309).

³¹⁸ Nesse sentido, destaco as contribuições dessa pesquisa em epígrafe diante das próprias palavras do autor: “Our paper contributes to the literature in at least two ways. First, we find that a positive relationship overinvestment

péssimas decisões em fusões e aquisições (“*poor M&A decisions*”)³¹⁹. Por outro lado, há ainda estudos que correlacionam os valores da cobertura securitária e dos *indemnification agreement* a resultados conservadores; ou, ainda, que associam negativamente o valor das coberturas do Seguro D&O às performances negativas pós-IPO³²⁰.

and legal liability coverage, as reflected in excess D&O insurance. Prior research (e.g., Masulis et al., 2007; Lin et al., 2011) has been documented that managers who are well protected from shareholder discipline or D&O insurance make poor acquisition decisions, but most of these studies detect this relationship in conjunction with major events such as mergers and acquisitions that are relatively unusual for most corporations. Therefore, we complement this line of research by showing that abnormal liability coverage lead to managerial opportunistic behavior through over-investment decisions. This result is in line with prior research documents a negative consequence of large D&O insurance coverage. Second, extensive prior research investigates whether D&O insurance policy is associated with firms’ mispricing and disclosure behaviors (Chalmers et al., 2002; Wynn, 2008; Chung and Wynn, 2008; Lin et al., 2011), but empirical research of the relationship between managerial legal liability and investment efficiency is lacking. There is much less evidence of the importance of managerial incentives for more routine corporate decisions. To our knowledge, there is no study that examines that effect of Investment Management and Financial Innovations, Volume 12, Issue 3, 2015 48 managers’ excess D&O insurance coverage on a firm’s over-investment behavior. Thus, our study provides the first empirical evidence that excess legal liability coverage is related to manager’s moral hazard problems and agency conflicts and then leads to inefficient or opportunistic investment decisions.” (CHIN, HSIN-YI. Does directors’ and officers’ liability insurance affect firms’ investment decisions?. **Investment Management and Financial Innovations**, vol. 12, issue 3, 2015, p. 47-55).

³¹⁹ Nesse sentido, destaco, por exemplo, as conclusões desse estudo: “[...] we find that acquirers whose managers are protected by D&O insurance, or carry higher policy limits, experience significantly lower announcement-period abnormal stock returns than do acquirers without D&O insurance (or those with low policy limits). Further analyses show that there are two channels through which the well-protected managers of firms with high D&O insurance policy limits make relatively poor M&A decisions: overpayment for the target and low synergies with the target. Overall, our results are consistent with the argument that D&O insurance induces unintended moral hazard on the part of directors and officers by shielding them from the discipline of shareholder litigation. Our study complements existing studies (e.g., Masulis, Wang, and Xie, 2007) which demonstrate that entrenched, or poorly governed managers who are protected from shareholder discipline make poor decisions about major corporate investments.” (LIN, Chen; OFFICER, Micah S.; ZOU, Hong. Directors’ and officers’ liability insurance and acquisition outcomes. **Journal of Financial Economics**, vol. 102, 2011, p. 507–525).

³²⁰ Sobre a primeira assertiva: “Using Canadian firms whose D&O insurance data are publicly available, we find that managerial legal liability coverage is negatively associated with earnings conservatism. Specifically, firms with high managerial liability coverage, as measured by the sum of D&O insurance coverage and cash for indemnification, tend to recognize bad news in a less timely manner than those with low liability coverage. This association is more pronounced for the cross-listed sample that faces greater litigation risk and thus has greater legal concerns. In other words, managerial legal liability coverage within a legal regime is a determinant of earnings conservatism. We also find that the negative association between managerial liability coverage and conservatism is significant for the cross-listed sample firms, but not for firms with a local listing only. This finding is consistent with discussions in Holthausen and Watts (2001) and Watts (2003) that the litigation explanation for earnings conservatism applies only recently in the U.S. where the class action suits under the Securities Act became common after the rule changes in 1966.” (CHUNG, Hyeesoo H.; WYNN, Jinyoung. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 46, 2008, p. 135–153). Em relação à segunda assertiva, destaco parte do *abstract* do artigo a seguir, que mostra a correlação negativa entre o preço das coberturas e o valor das ações, após três anos do IPO: “[...] We analyze a sample of 72 IPO firms that went public between 1992 and 1996 for which we have detailed proprietary information about the amount and cost of D&O liability insurance. Consistent with the hypothesis, we find a significant negative relation between the 3-year post IPO stock price performance and the amount of insurance coverage in place at the IPO date. [...] We argue that, similar to insider securities transactions, D&O insurance decisions reveal the private information of managers. This provides some motivation to argue that disclosure of the details of D&O insurance decisions, as is required in some other countries, is valuable.” (CHALMERS, John; DANN, Larry; HARFORD, Jarrad. **Managerial Opportunism? Evidence from Directors’ and Officers’ Insurance Purchases**. 11 ago. 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=239222. Acesso em: 15 nov. 2019).

Dessa maneira, há evidências, em ordenamentos estrangeiros, de que o Seguro D&O e o Contrato de Indenidade podem recrudescer o risco moral não intencional dos administradores, arrefecendo, ao fim e ao cabo, a função dissuasória da legislação societária. Há também evidências que relativizam os benefícios dessas coberturas ao desempenho operacional da companhia e relativizam também as assertivas que destacam os benefícios dessas coberturas à aptidão de risco proporcionada ao administrador nas decisões empresariais.

Não há nenhuma pesquisa empírica sobre o impacto desses arranjos contratuais no risco moral dos administradores no Brasil. Essa tarefa ainda se mostra inviável, diante da ausência de informações sobre as apólices comercializadas pelas empresas brasileiras, e diante das limitações naturais de um trabalho de conclusão de curso. Fato é, não obstante, que o mapeamento formal das ferramentas e dos arranjos regulatórios, bem como futuras pesquisas empíricas sobre esses mecanismos contratuais, devem permanecer no radar de comercialistas brasileiros preocupados com a higidez do processo de tomada de decisão dos administradores.

Por fim, destaco ainda que, para além da ausência de regulamentação do Contrato de Indenidade, a concentração do mercado de D&O também é preocupante. Como se ressaltou na introdução do trabalho, 70% dos prêmios são direcionados a apenas 3 (três) seguradoras. Conforme se ressaltou em obra na nota de rodapé 287, a regulação do risco de violações societárias não é um objetivo automático da indústria seguradora, mas se torna diante da necessidade empresarial de se reduzir os custos internos, após o pagamento dos prêmios, e diante da concorrência com as demais seguradoras no mesmo ramo. Dessa maneira, um mercado altamente concentrado pode estar correlacionado a companhias seguradoras negligentes no processo de subscrição do risco, o que afetaria uma ferramenta regulatória importante ao mutualismo desse ramo securitário e ao próprio controle do risco moral dos administradores (uma vez que a precificação, como já se salientou, possui o condão de indicar o nível de governança corporativa da companhia).

Esse trabalho, portanto, espera ter contribuído com o escasso debate nacional sobre a regulação desses institutos. Há bastante espaço para o desenvolvimento doutrinário e para as pesquisas empíricas sobre esses mecanismos contratuais, o que pressupõe, no entanto, um amadurecimento acadêmico sobre o regime jurídico e sobre os arranjos formais destinados a regulá-los.

CONCLUSÃO

Ao final deste trabalho de conclusão de curso, é possível organizar didaticamente algumas das principais ideias expostas e defendidas ao longo do estudo.

1. É impossível abordar as garantias patrimoniais facultativas dos administradores sem descrever o fenômeno que ilumina os arranjos contratuais do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade como ferramentas imprescindíveis na gestão empresarial. Dessa maneira, inicialmente, o presente estudo descreveu um contínuo processo de centralização do poder empresarial e da gestão das sociedades anônimas de capital aberto nos órgãos de administração. Apontou-se que esse processo foi impulsionado por imperativos de mercado: (i) o agigantamento e expansão, inclusive organizacional, das sociedades anônimas; (ii) a dispersão acionária, que intensificou a separação entre propriedade e controle nessas companhias; e (iii) o protagonismo mundial que essas sociedades anônimas passaram a obter.

Esse fenômeno de centralização do poder empresarial passou a demandar técnicas jurídicas para garantir a regularidade no exercício de poder de controladores e de administradores em face da tutela do interesse social da companhia. No Brasil, desde o Decreto-Lei n. 2.627/1940, adotou-se a teoria dos poderes de direção: os administradores deixam de ser considerados “meros mandatários” para se tornarem “presentantes” da vontade da companhia, manifestando-a diretamente por intermédio das atribuições de gestão e de supervisão nos órgãos sociais de administração.

Observou-se, ainda, um contínuo recrudescimento da tutela legislativa do mercado de capitais, com a edição da Lei n. 6.385/1976, que disciplinou a criação da CVM, e com a própria edição da Lei das Sociedades Anônimas (LSA), a Lei n. 6.404/1976. O Brasil adotou uma teoria mista na estruturação dessas companhias, prevendo a obrigatoriedade da diretoria como órgão individual de administração (nas companhias abertas e fechadas) e a mera facultatividade do conselho de administração nas companhias fechadas. Além disso, apresentou-se o impacto dos segmentos de listagem na dinâmica societária, apontado pela doutrina como uma terceira fase na evolução desses órgãos sociais na prática empresarial (cf. nota de rodapé 56).

A LSA passou a tutelar especificamente uma forma de estruturação societária, nutrindo a intenção de completude concernente aos conflitos e à organização nas companhias abertas. Além disso, a LSA dispôs de um regime específico de responsabilidade, à luz (i) da necessidade de a legislação societária propiciar condições especiais para uma administração eficiente; (ii) da necessidade de tratamento diferenciado da culpabilidade do administrador, bem como dos parâmetros e do conteúdo dos deveres de lealdade e diligência deste; (iii) e à luz dos próprios

traços característicos da responsabilidade do administrador, ora com feições contratuais, ora com feições extracontratuais.

2. Além disso, antes de apresentar os aspectos específicos da responsabilidade dos administradores, o presente trabalho defendeu e ressaltou a importância do cumprimento da lealdade e da diligência no processo de tomada de decisão empresarial, classificando-os como obrigações de resultado (“responsabilidade procedimental”). Em síntese, essa responsabilidade foi composta pelas seguintes exigências ao administrador: (i) qualificação prévia, (ii) informação necessária e compatível com a magnitude da decisão tomada, (iii) vigilância, (iv) publicidade (*duty to disclosure*) e (v) lealdade quanto ao interesse da companhia. Trata-se, em síntese, da regra da decisão negocial (*business judgment rule*) aplicada à regularidade do processo de decisão empresarial.

A partir dessa “responsabilidade procedimental”, passou a se definir o conteúdo e as exigências do dever de diligência e lealdade. Em relação ao dever de lealdade, decorrência lógica da teoria organicista (o administrador deve apenas “tornar presente” a vontade da companhia), esse trabalho prescindiu de maiores discussões: ou o administrador é leal ou não é. Didaticamente, sob os ditames normativos, o dever de lealdade pode ser desenvolvido a partir dos desdobramentos regulatórios e estruturais. Estes se relacionam à composição dos órgãos societários, enquanto aqueles se desdobram na cláusula geral (interesse social; art. 154 da LSA) e nas regras específicas de condutas (vedação ao uso pessoal e indevido de oportunidades apresentadas à companhia; omissão de aproveitar interesses em favor da companhia; hipóteses de conflito de interesses; *insider trading*; e abuso do poder de administração). Trata-se de um pressuposto rígido, alicerce ao desenvolvimento da sociedade anônima, cujos destinatários estão em franca ampliação.

Por outro lado, o dever de diligência comporta parâmetros complexos e, por vezes, incertos, sendo notabilizado pela extrema vagueza e fluidez. Em alusão às recomendações da *American Bar Association*, na obra *Corporate Director’s Guidebook*, destacaram-se alguns critérios desse dever fiduciário: (i) o administrador deve minimamente se dedicar e participar das reuniões colegiadas nos órgãos de administração e nas deliberações da diretoria (*time commitment and regular attendance*); (ii) o administrador deve se preparar para as pautas dessas reuniões, verificando a regularidade e a suficiência das informações que instruem determinada questão (*the need to be informed*); (iii) os administradores podem se valer de estudos e relatórios elaborados por órgãos societários internos (conselho fiscal, comitê interno de auditoria) ou por eventuais empresas externas contratadas para subsidiar suas decisões (*the right to rely on*

others); (iv) o administrador, mesmo que individualmente, deve vigiar e investigar eventuais situações que possam recrudescer ou gerar complicações legais e/ou econômicas para a empresa (*inquiry*); e (v) o administrador deve informar aos demais aquilo que considere pertinente para o processo de tomada de decisão ou para a supervisão dos negócios da companhia (*disclosure among directors*).

3. Defendeu-se um tratamento diferenciado da responsabilidade societária em relação às violações desleais e negligentes. Há duas razões pragmáticas para se insistir nessa divisão: a primeira por razões ontológicas em relação a ambos tipos de violação fiduciária, que pode, inclusive, ser descrita em termos da análise econômica do direito (AED); a segunda pela importância de analisar o dolo próprio da responsabilidade societária (condutas desleais), que afastará a cobertura tanto dos Seguros D&O quanto dos Contratos de Indenidade. Dessa maneira, por endereçarem o controle do mesmo risco (a observância dos deveres fiduciários na gestão de sociedades anônimas), o tratamento mais rígido em relação aos deveres de lealdade, ante uma flexibilidade em relação aos deveres de diligência, pode ser um caminho em eventual diálogo regulatório entre a SUSEP (Seguro D&O) e a CVM (Contrato de Indenidade). Julgo que a opção legislativa de não equiparar a culpa grave ao dolo é capaz de tutelar desincentivos ao descumprimento de deveres fiduciários (sanções), consubstanciados na intransigência em relação aos deveres de lealdade; ao mesmo tempo que se garante uma maior flexibilidade na cobertura dos atos culposos (leves e graves), possibilitando uma maior aptidão ao risco por parte de administradores leais.

4. Em relação ao atual cenário da responsabilidade societária, após a Operação Lava-Jato, seja pela elevada quantidade de normas, seja pela complexidade e ambiguidade dessas normas, verifica-se que os administradores das grandes sociedades anônimas estão sujeitos a elevados riscos patrimoniais. Há um cenário de (i) contínuo recrudesimento e majoração das penalidades impostas aos administradores; (ii) há um cenário de aprofundamento da erosão dos filtros tradicionais de reparação (crise na responsabilidade civil); (iii) há um cenário de ampliação dos destinatários dos deveres de lealdade e de notável complexidade em relação aos parâmetros da diligência legalmente esperada dos administradores; (iv) há um cenário de explosão regulatória, de presunção (art. 158, inc. II, da LSA) e de solidariedade (art. 158, § 2º c/c § 3º, da LSA) na responsabilidade entre os administradores; e (v) há um cenário que exige ao administrador uma boa dose de aptidão ao risco.

É nesse cenário que se coloca o desafio regulatório da SUSEP e da CVM, ao lidarem com o Seguro D&O e com o Contrato de Indenidade, respectivamente. Como possibilitar que

a companhia, à luz da autonomia privada, arrefeça os riscos patrimoniais dos administradores na prática societária, ao mesmo tempo que se mantém a diligência e a lealdade deles no processo de decisão empresarial? Esse dilema regulatório (risco patrimonial *vis à vis* risco moral societário) só se impõe, no entanto, devido às insuficiências e à disfuncionalidade do instituto da *business judgment rule* no direito societário brasileiro.

5. A *business judgment rule* se apresenta como uma terceira excludente específica em relação ao Código Civil (art. 159, § 6º, da Lei n. 6.404/1976), qual seja a exclusão da responsabilidade societária em relação àqueles atos nos quais o juiz se convença que tenham sido tomados à luz da boa-fé (subjetiva) dos administradores e à luz dos interesses da companhia. Não obstante, na prática, essa garantia aos administradores não se demonstra suficiente por razões relacionadas à aplicação do instituto. Primeiro porque a diligência do administrador, consubstanciada, ao fim e ao cabo, nos mesmos padrões da *business judgment rule*, não representa um óbice insuperável na jurisprudência da CVM para afastar a responsabilização do administrador, servindo, no máximo, como uma possível atenuante na dosimetria da sanção. Além disso, na prática societária, o que se verifica é a vulnerabilidade do administrador, sujeito a diversas responsabilidades, no contexto de crise na responsabilidade civil (ocaso da culpa). O instituto, portanto, seria regularmente funcional apenas se não existissem aventuras jurídicas (demandas frívolas e infundadas) ou, ainda, se existisse um judiciário/órgão regulador (no caso, a CVM), com um padrão decisório claro, capaz de ser auferível *ex ante* ao cometimento do ato. Por fim, ao operar numa lógica diferente em relação às garantias patrimoniais facultativas, a *business judgment rule* não afasta a necessidade e os gastos com o custeio de bons advogados.

6. Esse trabalho passou então a aduzir um breve histórico do desenvolvimento do Seguro D&O e da *corporate indemnification*. Inicialmente sobre aquele, em que pese haja indícios que tenha surgido em 1895, na Alemanha, resta uníssono na doutrina que o registro concreto dessa modalidade securitária remonta às apólices comercializadas pela *Lloyd's of London*, em 1930, em um contexto de alta litigiosidade entre acionistas/investidores e as companhias/administradores, após a Grande Depressão Econômica de 1929, nos EUA. Apontou-se como um período tímido, no qual somente os administradores podiam contratar as apólices, que eram demasiadamente caras, em um contexto ainda de desenvolvimento do próprio cálculo de risco (algoritmo da seguradora na determinação do prêmio da apólice a ser comercializada).

A *corporate indemnification* possui desenvolvimento histórico concomitante às apólices de D&O. A primeira previsão de uma *corporate indemnification* remonta à *Britain's Companies Clauses Consolidation*, em 1845. Nos EUA, a longa tradição da *corporate indemnification* também remonta à depressão econômica, após a Quebra da Bolsa de Nova Iorque (1929), quando comumente havia companhias suportando os custos de defesa dos administradores. Não havia previsão legal sobre o instituto, momento no qual *New York Doc Co., Inc. v. McCollum*, em 1939, passa a influenciar o desenvolvimento de ambos os institutos. Nesse julgado, a Suprema Corte de Nova Iorque entendeu que seria vedado às corporações reembolsarem seus administradores por despesas judiciais decorrentes de ações judiciais propostas por acionistas em nome da companhia (*securite claims*), ainda que esses administradores tivessem obtido êxito em suas defesas. Em menos de dois anos, esse precedente fora superado em Nova Iorque, quando se passou a editar a primeira legislação sobre essa política de reembolso da companhia, fixando determinadas condições sob as quais as empresas poderiam oferecer facultativamente essa garantia, conforme as Seções 27^a e 61^a da New York General Corporation Law, em 1941. Posteriormente, diversos estados norte-americanos, influenciados pela iniciativa nova iorquina, passaram a legislar sobre a *corporate indemnification*, com destaque para Delaware (1943), cuja previsão foi similarmente descrita na *Model Business Corporation Act* (MBCA), da *American Bar Association*, em 1950.

Esse período foi caracterizado por uma forte consolidação da *corporate indemnification* na prática societária norte-americana, o que contrastava com a baixa procura pelas apólices D&Os. Somente a partir dos anos 60, com as restrições nas legislações estaduais, o Seguro D&O passou a ser paulatinamente iluminado na prateleira das garantias patrimoniais facultativas aos administradores. Era um cenário pós-guerra, de crescimento e consolidação do mercado de capitais norte-americano, de aumento da confiança dos investidores e de muitas fusões e aquisições entre companhias norte-americanas, o que contribuiu com o aumento da litigiosidade contra os administradores dessas companhias abertas. Nesse contexto, a deferência legislativa ao instituto, bem como o amadurecimento das seguradoras quanto ao cálculo do risco nesse ramo securitário, permitiram o crescimento no número de apólices comercializadas.

A partir de então, o Seguro D&O encontra caminho para se desenvolver nos EUA, respondendo às externalidades de decisões corporativas no período, como *Escott v. Chris Construction Corporation.*; *Smith v. Van Gorkom* e *Nordstrom, Inc v. Chubb & Son, Inc.* Conclui-se, por conseguinte, que o Seguro D&O se desenvolve naquele país diante das insuficiências e restrições legislativas à *corporate indemnification*. A partir de 1990, apesar da

existência de importantes desenvolvimentos nesses últimos 30 (trinta) anos nos EUA, voltamos nossa atenção à origem e ao desenvolvimento desses institutos no Brasil.

7. A primeira apólice de seguro D&O no Brasil remonta, portanto, à década de 1990, por iniciativa da Unibanco Aig Seguros S.A. e da IRB-Brasil Resseguros S.A., em um arranjo contratual que era uma simples tradução das apólices comercializadas nos EUA. Não obstante, somente após a crise econômica mundial (2008) e a deflagração da Operação Lava Jato (2013) que os administradores redobram a atenção aos riscos patrimoniais em virtude dos atos praticados na condução da companhia. Concluiu-se, a partir de estudos econométricos recentes de pesquisadores vinculados à Universidade de São Paulo, que a Operação Lava-Jato está diretamente relacionada à hipótese de que as seguradoras atualizaram as perdas (aumento da sinistralidade) nesse período da operação, relacionando-se também ao aumento do número dos prêmios recebidos (seja pela maior quantidade de Seguros D&Os vendidos, seja pelo aumento do preço do prêmio nessas apólices). Os prêmios globais nesse ramo securitário aumentaram 30% e o índice de sinistralidade saltou de 32% e para 85% no período (2013-2018), conforme Apêndice VII. Este estudo também sugeriu que, diante da interconexão entre a Operação Lava-Jato com crimes no mercado de capitais, a maior rigidez das leis no período (*eg.*, a conversão da Medida Provisória n. 784/2017 na Lei n. 13.506/2017) também contribuiu para o período de *hard market* nesse ramo securitário.

No atual desenvolvimento desse mercado no Brasil, concluiu-se que há uma correlação estatisticamente relevante (i) entre as empresas com padrões mais rígidos de governança e a adoção do D&O (94%); e (ii) entre as empresas mais negociadas na B3 (Índice Ibovespa) e a adoção dessas apólices (98%). Em síntese, aproximadamente, 78% das companhias listadas em bolsa no Brasil possuem o Seguro D&O. Já em relação à análise dos Formulários de Referência das companhias integrantes da atual carteira do Ibovespa, importantes considerações qualitativas foram retiradas.

Sugeriu-se, nesse contexto, que a IN n. 480 poderia avançar do mero subjetivismo de se exigir que a companhia descreva as apólices de D&O para, por exemplo, dispor sobre as informações mínimas que devam ser divulgadas. Não basta a mera indicação de existência da apólice ou, ainda, a simples indicação do prêmio e valor máximo global. É necessária ou uma descrição detalhada da apólice (quais coberturas existem; quantos administradores são segurados; qual a vigência da apólice; qual o prêmio e o limite máximo global; quais as franquias e copagamentos eventualmente existentes; quais cláusulas adicionais existem; quais responsabilidades são asseguradas; quais sinistros eventualmente existentes e o valor já

desembolsado a cada um deles etc) ou a própria disponibilização desse contrato, em semelhança com a atual exigência de disponibilização dos Contratos de Indenidade. Além disso, essa disponibilização de “informações mínimas”, por exemplo, já é “recomendada” pela CVM no Parecer de Orientação n. 38, em relação aos Contratos de Indenidade.

Verificou-se, ainda, que apenas (i) 5 (cinco) companhias afirmaram que as apólices possuíam algum tipo de franquia (VIA VAREJO S.A., TAESA S.A., EQUATORIAL ENERGIA S.A., CCR. S.A. e ITAUUNIBANCO S.A.); e (ii) apenas 7 (sete) companhias afirmaram expressamente que possuíam mais de uma apólice de Seguro D&O (QUALICORP S.A., COSAN S.A., IRB – Brasil Resseguros S.A., RUMO S.A., NATURA S.A., CIELO S.A. e AZUL S.A.).

8. Na análise do desenvolvimento dos Contratos de Indenidade no Brasil, apontou-se que a nova dinâmica no mercado de Seguros D&O (*hard market*) ressignificou o uso desse instrumento pelas sociedades anônimas e, conseqüentemente, a partir de um processo de tipificação social, influenciou a própria interpretação doutrinária. A mudança começou no próprio nome que passou a ser majoritariamente utilizado para esse instrumento: os contratos de indenidade, então, passaram a ser encarados pelos agentes econômicos como uma das alternativas a um mercado securitário enrijecido e mais criterioso. Superando-se os questionamentos relacionados à executividade do instrumento, passou-se timidamente a criticar a operacionalidade destes à luz dos deveres dos administradores e dos deveres da sociedade anônima frente ao mercado de capitais.

Enquanto apenas 5 (cinco) companhias integrantes do Ibovespa afirmavam possuir alguma disposição indenitária em 2013, atualmente o presente estudo monitorou 16 (dezesesseis). Além disso, monitoraram-se ainda outras 9 (nove) companhias que mantêm informações de seus regimes de indenidade junto ao Módulo IPE, da CVM. O desenvolvimento desse instituto apresenta contornos peculiares no Brasil, visto que a própria intenção contratual deste é torná-lo um mecanismo complementar e adicional ao Seguro D&O, o que se verificou em sentido oposto no desenvolvimento da *corporate indemnification* no mercado norte-americano.

9. Ao apresentar o regime jurídico aplicável ao Seguro D&O, dividiu-se a exposição entre as ferramentas regulatórias *ex ante* contratação (estrutura e aspectos da própria contratação) e ferramentas regulatórias *ex post* (coberturas e exclusões). Definiu-se as apólices D&O como “seguro multirrisco de natureza mista” (uma vez que engloba uma série de riscos para além da responsabilidade patrimonial pessoal do administrador) e como contratos abertos a favor de terceiros. Afastou-se, como regra, a aplicação da legislação consumerista, por entender que não

há presunção de hipossuficiência da sociedade tomadora; e por entender que a aplicação do CC seria suficiente na tutela desses contratantes na modalidade de adesão (art. 423 e 424 do CC). Já no que tange à contratação, as apólices de D&O somente podem ser tomadas à base de reclamações, podendo estar sujeita ainda a cláusulas de notificação.

Concluiu-se que há indícios de que o processo de subscrição e fixação dos prêmios leva em consideração a saúde financeira e a governança corporativa da empresa. Isso justifica, por conseguinte, a importância desse processo enquanto arranjo regulatório capaz de gerenciar os riscos patrimoniais dos administradores e os riscos de violações societárias (traduzidas, portanto, na fixação do prêmio da apólice), tornando o seguro um importante gerenciador de riscos (*insurance as a risk management tool*). O Código Civil brasileiro, direta ou indiretamente, apresenta importantes dispositivos destinados a regular essa ferramenta (arts. 759, 765 e 766). Além disso, na transição aos aspectos de exclusões e coberturas, este trabalho apontou questões atinentes à cláusula de divisibilidade de declarações (*severability or innocent director clause*). Nesse contexto, apresentaram-se o Enunciado n. 585 da VII Jornada de Direito Civil e as críticas doutrinárias afirmando que a prestação de informações verdadeiras e completas seria um dever jurídico do contratante. Em um segundo momento, a *severability or innocent director clause* já se insere em um mecanismo regulatório *ex post* contratação do Seguro D&O, em um contexto no qual se deve perquirir se a conduta fraudulenta/dolosa do administrador pode ensejar também a exclusão da cobertura securitária aos demais seguradores. Entendo que, nesse ponto, há uma certa convergência doutrinária com as apólices D&O. Isso porque o ordenamento jurídico brasileiro impõe o exame individualizado da culpa, nos órgãos singulares, e a presunção de responsabilidade, nos órgãos coletivos, possibilitando que apenas neste caso se possa opor a negativa de cobertura a todos os administradores.

Em relação às coberturas do Seguro D&O, este trabalho destacou a preponderância dos custos de defesa e das indenizações. No Brasil, por expressa disposição da SUSEP (art. 7º, inc. I, letra b), passou a se adotar a concepção de que às seguradoras somente cabe a indenização dos segurados pelos custos que estes incorrem em suas defesas (*duty to indemnify*), afastando a possibilidade de as seguradoras dirigirem a defesa dos segurados (*duty to defend*), escolhendo, *eg.*, os advogados nos processos de responsabilização. Além disso, apresentaram-se as Coberturas A, B e C, com fulcro na disposição da apólice da ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A. Nesse contexto, destacaram-se possíveis dificuldades à luz da regulamentação e da praxe nas contratações desse instituto no Brasil: problemas na alocação de desembolsos

(ordem de pagamentos) e na alta probabilidade de se esgotar o limite dessas apólices contratadas globalmente.

No que tange às exclusões do Seguro D&O, destacaram-se as exclusões subjetivas (em relação aos possíveis assegurados pelas apólices); as exclusões temporais (o seguro D&O é um seguro à base de reclamações, podendo estar sujeito a cláusulas de notificação, prazos complementares e prazos suplementares); as exclusões causais (atos de gestão praticados com dolo ou culpa grave na administração da companhia; e atos dolosos relacionados à contratação ou à execução dessas apólices); e as exclusões geográficas (destinadas a excluir riscos decorrentes de sinistros em outros países). Percebe-se que essas ferramentas regulatórias *ex post* também encontram guarida no Código Civil, que regula as possibilidades de as seguradoras não concederem as garantias outrora asseguradas (arts. 762 e 768) e as hipóteses que exigem que o segurado atue para mitigar os prejuízos (arts. 771 e 787), sob pena também de exclusão da cobertura.

10. Posteriormente, este trabalho passou a detalhar os aspectos gerais do regime jurídico no Contrato de Indenidade. Afastou-se a causa deste da “carta-conforto” (*comfort letter*), classificando o Contrato de Indenidade como um arranjo bilateral, representando uma garantia patrimonial atípica da sociedade empresarial (“contratante”) aos administradores (“contratado” ou “beneficiários”) diante de processos de responsabilização. Destacou-se que a incerteza jurídica que pairava sob o instrumento foi parcialmente arrefecida com a edição, em setembro de 2018, do Parecer de Orientação n. 38, da CVM, que passou a recomendar procedimentos e sugerir parâmetros para a celebração desses contratos no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto. As orientações da autarquia estão divididas em três grandes eixos: (i) o primeiro relacionado aos atos e às despesas passíveis de indenização; (ii) o segundo relacionado ao órgão societário responsável pelas concessões da indenização; e, por fim, (iii) um último eixo relacionado aos termos e às condições gerais do contrato.

Em relação ao primeiro eixo, a CVM indica que entende não ser passível de indenização as despesas decorrentes de atos dos administradores praticados: (i) fora do exercício das atribuições destes; (ii) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou (iii) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse social da companhia — incluindo, neste aspecto, as indenizações decorrentes das ações sociais previstas no art. 159 da LSA e ao ressarcimento do art. 11, § 5º, da Lei n. 6385/1976 (termo de compromisso com a CVM). Diante do inerente conflito de interesse no que tange às decisões de concessão de indenização, por parte da sociedade empresarial, a CVM recomendou, no segundo eixo, a adoção de regras claras

e objetivas que especifiquem (i) o órgão da companhia responsável por avaliar o ato do administrador; e o (ii) afastamento dos administradores interessados na decisão que possa enquadrar ou não as condutas destes dentro das hipóteses de indenização previstas no contrato outrora aprovado.

Nesse segundo eixo, a autarquia destaca que haveria situações preocupantes, as quais exigiriam procedimentos adicionais de governança: (i) situações nas quais mais da metade dos administradores sejam beneficiários diretos da deliberação sobre o dispêndio de recursos; (ii) situações nas quais se constate divergência de entendimento sobre o enquadramento do ato do administrador como passível de indenização; ou (iii) situações nas quais a exposição financeira da companhia se mostre significativa, considerando os valores envolvidos.

Por fim, em relação ao último eixo de recomendação, a CVM dispõe que as companhias deveriam envolver os acionistas na decisão sobre a celebração de contratos de indenidade, seja incluindo estatutariamente disposição que autorize a companhia a indenizar seus administradores, seja submetendo os termos e condições gerais da minuta do contrato à assembleia geral. Segundo a autarquia, essas recomendações seriam pertinentes diante da preocupação da entidade com o risco de conflito de interesse e com o impacto desses arranjos no patrimônio da sociedade.

11. Na análise prática dos regimes de indenidade adotados, este estudo circunscreveu a análise em relação às disposições destinadas a regular (i) o potencial conflito de interesse e (ii) o impacto patrimonial desses arranjos à companhia. Em um universo de 25 (vinte e cinco) companhias analisadas, cerca de 10 (dez) não cumpriam, em alguma medida, com as recomendações da CVM, quais sejam: SID NACIONAL (Companhia Siderúrgica Nacional), SANTANDER BR S.A., EMBRAER S.A., AMBEV S.A., as LOJAS AMERICANAS S.A., a B2W COMPANHIA DIGITAL S.A., a RUMO S.A., o BANESTES S.A., a AZUL S.A. e a CEMIG S.A. Esses casos demonstraram que, por mais que emanadas da própria CVM, as recomendações ainda não passaram de recomendações.

Em relação ao eixo do conflito de interesse, as companhias se dividem entre aquelas que (i) concebem a decisão dos desembolsos e da eventual aplicabilidade do pleito do beneficiário ao Conselhos de Administração, não dispondo de nenhuma governança adicional nas hipóteses excepcionais apresentadas pela CVM; que (ii) dispõem da literalidade das recomendações da CVM; e outras companhias que (iii) dispõem de mecanismos adicionais de governança corporativa em relação às situações de potenciais conflitos de interesse. Em relação ao segundo eixo (limite máximo dessas políticas de indenidade), identificaram-se apenas seis companhias

que possuíam um limite máximo global, quais sejam: o Grupo CEEE (Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEE-GT; e a Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D); o Grupo Petrobras (Petrobras S.A. e Petrobras Distribuidora), a RUMO S.A. e a LINX S.A. Dessa maneira, restou claro, seja por tipicamente não possuírem limite global, seja pelos elevados limites daquelas políticas que possuem, que o Contrato de Indenidade se apresenta, na prática comercial, como um instrumento bem mais amplo que o Seguro D&O (ainda que não se “recomende” que aquele contrato seja destinado a assegurar despesas com ações sociais e com termos de compromissos). A única exceção, entre todas empresas consultadas, é a LINX S.A., uma vez que esta prevê a rescisão automática do Contrato de Indenidade quando a soma dos valores desembolsados pela companhia atingir o limite da indenização estabelecido na apólice de Seguro D&O vigente ou o limite máximo global de R\$ 50 milhões de reais.

Por fim, em relação à condução e aos custos da defesa, verificou-se ainda que o Contrato de Indenidade rememora a dicotomia já apresentada entre o *duty to indemnify* e o *duty to defend* (cf. nota de rodapé 293): a companhia que, facultativamente, resolve adotar um Contrato de Indenidade com os administradores possui o direito de conduzir a defesa e determinar a escolha do advogado (*duty to defend*)? O direito de escolha dos advogados é um direito personalíssimo? Entre as empresas consultadas no estudo, identificamos (i) companhias que limitam a escolha dos advogados; (ii) companhias que afirmam contratualmente ter a prerrogativa de conduzir a defesa dos administradores e, ainda, (iii) companhias que afirmam que a condução da defesa e a escolha dos advogados seriam direitos exclusivos dos administradores beneficiários.

Concluiu-se que os Contratos de Indenidade incrementam potenciais conflitos de interesses entre as estruturas organizacionais da empresa; que a prática empresarial no Brasil faz com que estes sejam instrumentos mais amplos que o Seguro D&O, adquirindo proeminência em razão do período de *hard market* nesse ramo securitário; e que a CVM disporia de algumas “boas recomendações” no Parecer de Orientação n. 38, embora tais recomendações não fossem adotadas por uma quantidade considerável de companhias analisadas na amostragem deste estudo.

12. No capítulo derradeiro, à luz dos fundamentos traçados no estudo, buscamos responder nossa pergunta principal. Nesse contexto, defendemos que, formalmente, o Seguro D&O dispõe de importantes ferramentas regulatórias (sejam aquelas destinadas à regulação estatal, sejam aquelas destinadas à regulação da própria seguradora). Em relação às ferramentas regulatórias *ex ante*, destacamos o processo de subscrição do risco, a possibilidade de se exigir franquias e

copagamentos e a hipótese de recusa ao seguro (*refusal to insure*). Já em relação às ferramentas regulatórias *ex post* contratação, destacamos que o Código Civil e a Circular da SUSEP n. 553 dispõem de ferramentas formalmente adequadas à gestão dos sinistros pelas seguradoras, às hipóteses de exclusões da cobertura e às exigências ao beneficiário e ao tomador concernente ao dever de mitigar perdas e de manter a boa-fé.

No entanto, também se ressaltou que há espaços para desenvolvimento. Em relação à ferramenta regulatória de franquias e de copagamentos, por exemplo, este estudo verificou que, em que pese haja a possibilidade normativa de as seguradoras as exigirem, são raras as empresas que declaram possuir franquias nas suas apólices. Nesse contexto, o *German Code of Corporate*, por exemplo, exige uma franquia de pelo menos 10% dos eventuais danos a serem cobertos pelas apólices até, pelo menos, 150% da remuneração anual fixa dos administradores, o que sugere eventuais estudos regulatórios nacionais sobre a viabilidade jurídica de regulações semelhantes em relação às políticas de indenidade das companhias brasileiras (autorregulação) ou em relação à regulamentação estatal do Seguro D&O e do Contrato de Indenidade.

13. A análise eminentemente formal das ferramentas regulatórias do Contrato de Indenidade é mais preocupante. As recomendações da CVM carecem de *enforceability*, sendo descumpridas por uma quantidade considerável dentre as companhias consultadas. A ausência de regulamentação dos Contratos de Indenidade é um descompasso que germina riscos às políticas de indenização das companhias, sobretudo no que tange aos conflitos de interesse e à exposição financeira da companhia. Nesse sentido, entende-se que esses arranjos regulatórios formais são incipientes e ainda não dotados de *enforceability*.

14. Por fim, este trabalho também aduziu algumas considerações realistas/empíricas que despertam preocupações. Destacou-se que a elevada concentração no mercado de D&O (Apêndice I) pode estar correlacionada a companhias seguradoras negligentes no processo de subscrição do risco, o que afetaria uma ferramenta regulatória importante ao mutualismo desse ramo securitário e ao próprio controle do risco moral dos administradores.

Além disso, esse trabalho buscou afastar uma narrativa relacionada a estes instrumentos, segundo a qual eles não tornariam os administradores mais negligentes, sobretudo porque estas garantias não afastariam a responsabilização do administrador, a aplicação de outras sanções e o impacto destas sanções em suas reputações empresariais. Essa narrativa, sem pesquisa empírica, é mera bravata, visto que há evidências em ordenamentos estrangeiros que a infirmam. Na literatura estrangeira, essas evidências empíricas correlacionam (i) as companhias com excesso de cobertura securitária com o aumento de investimentos ruins e, posteriormente,

com um desempenho operacional inferior; e que correlacionam (ii) a adoção do Seguro D&O com as péssimas decisões em fusões e aquisições. Por outro lado, há ainda estudos que correlacionam os valores da cobertura securitária e do *indemnification agreement* com lucros conservadores; ou, ainda, que correlacionam negativamente o valor das coberturas do Seguro D&O com as performances negativas pós-IPO.

Não há nenhuma pesquisa empírica sobre o impacto desses arranjos contratuais no risco moral dos administradores no Brasil. Essa tarefa ainda se mostra inviável, diante da ausência de informações sobre as apólices comercializadas pelas empresas brasileiras e diante das limitações naturais de um trabalho de conclusão de curso. Fato é, não obstante, que o mapeamento formal das ferramentas e arranjos regulatórios, bem como futuras pesquisas empíricas sobre esses mecanismos contratuais no Brasil, devem permanecer no radar de comercialistas preocupados, ao fim e ao cabo, com a higidez do processo de tomada de decisão dos administradores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADACHI, Vanessa. Grupo espera propostas por Via Varejo em Junho. **Jornal Valor Econômico**, 10 maio 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/05/10/grupo-espera-propostas-por-via-varejo-em-junho.ghtml>. Acesso em: 10 mai. 2019.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009.

AGUIAR RODRIGUES, Matheus Vinícius. Atipicidade da corrupção privada: da lacuna normativa no combate à corrupção à (des)incentivo na adoção do compliance pelas sociedades empresariais. **Revista dos Estudantes de Direito da Universidade de Brasília**. n. 16. Brasília: RED/UnB, p. 390.

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Alterações no regime legal de ações preferenciais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 22, 2003, p. 88-127.

AGUIAR, Victor. Dois anos de ‘Joesley Day’: relembre o terremoto que abalou os mercados. **Revista SeuDinheiro**, 18 mai. 2019. Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/dois-anos-de-joesley-day-relembre-o-terremoto-que-abalou-os-mercados/>. Acesso em: 20 out. 2019.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Corporate Director’s Guidebook**. 5. ed. Chicago: The Business Lawyer, v. 62, n. 4, 2007, p. 1495-1596.

ARROW, Kenneth J. The economics of Moral Hazard. **The American Economic Review**, vol. 58, n. 3, part. 1, 1968, p. 537-539.

AZEVEDO, Paulo. Capítulo 1: Antecedentes. In: FARINA, Elizabeth; AZEVEDO; SAES, Maria. (coords.) **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Editora Singular, 1997.

BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' and Officers' Liability Insurance Market. **Chicago Law Review**, vol. 74, p. 498. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909346. Acesso em: 2 nov. 2019.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE Martin. **Understanding regulation: theory, strategy, and practice**. 2. ed. New York: Oxford University Press, p. 83, 84.

BARRETO, Júlio. **O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 143.

BECK, Ulrich. **Risk Society: towards a new modernity**. Tradução: Mark Rittier. London: Sage Publications, 1992, p. 21.

BENSAL, Bruno Marques. A business judgment rule no direito brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 7, 2015, p. 111-131.

BEN-SHAHAR, O.; LOGUE, K. D. Outsourcing Regulation: How Insurance Reduces Moral Hazard. **Law & Economics Working Papers**, paper 47, 2012. Disponível em: https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1157&context=law_econ_current. Acesso em: 10 nov. 2019.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern Corporation and the private property**. Tradução: Olavo Miranda. Rio de Janeiro: Ipanema, 1957.

BROOK, Hebert C.. Directors' Indemnification and Liability Insurance. **New York Law Forum**, vol. XXI. n. 1, 1975.

CARA, Marília de. **A aplicabilidade do seguro de responsabilidade de administradores e diretores no âmbito da administração de companhias**. 2013. 148f. Dissertação de mestrado (Mestrado em direito comercial) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo.

CARACCIO, L. William. Void Ab Initio: Application Fraud as Grounds for Avoiding Directors' and Officers' Liability Insurance Coverage. **California Law Review**, n. 929, 1986, p. 934-936.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 196-198.

_____; KUYVEN, Fernando Kuyven. **Sociedades Anônimas [livro eletrônico]**. Coleção Tratado de Direito Empresarial, vol. 3. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

CHALMERS, John; DANN, Larry; HARFORD, Jarrad. **Managerial Opportunism? Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases**. 11 ago. 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=239222. Acesso em: 15 nov. 2019.

CHIN, HSIN-YI. Does directors' and officers' liability insurance affect firms' investment decisions?. **Investment Management and Financial Innovations**, vol. 12, issue 3, 2015, p. 47-55.

CHUNG, Hyeesoo H.; WYNN, Jinyoung. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 46, 2008, p. 135-153.

COELHO, Fábio Ulhoa; **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa [livro eletrônico]**. vol. 2, 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 50.

_____. Obrigações de meios, de resultado e de garantia. In: **Ensaio e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 537.

_____; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43-75.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de Direito das Sociedades**. v. 1, 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007, p. 789.

CORREIA, Luís Brito. **Os administradores de sociedades anónimas**. Coimbra: Almedina, 1993, p. 176-188

CUEVA, R.V.B.. A responsabilidade civil dos administradores de sociedades por ações na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça. **Doutrina: Edição comemorativa, 25 anos**. Brasília: Superior Tribunal de Justiça, 2014.

DONELSON, Dain C.; TORI, Elizabeth; YUST, Christopher G.. **Director Litigation Risk**. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/f1a5/8f4c5c5a72be91541a14f5c84c5d8b4bec16.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

DOURADO, Maurício Custódio. Questões estratégicas das companhias e o dever de divulgação de fato relevante. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 78, 2017, p. 15-45.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 a 205. vol. 3, 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____; et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. rev., ampl. Renovar: Rio de Janeiro, 2011, p. 501.

ENGLISH, Stacey; HAMMOND, Susannah. **Cost of Compliance 2019**: 10 years of regulatory change. Thomson Reuters. 2019. Disponível em: <http://financial-risk-solutions.thomsonreuters.info/cost-of-compliance2019>. Acesso em: 28 out. 2019.

FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. **O seguro D&O e a proteção ao patrimônio dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Almeida, 2015;

FERNANDES, Jean Carlos; GUERRA, Ricardo Henrique e Silva. O Seguro D&O como instrumento de proteção dos administradores de sociedades empresariais. **Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva**, n. 34, Belo Horizonte, 2018.

FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. **La protección jurídica del accionista inversor**. Elcano (Navarra): Aranzadi, 2000.

FILHO, Péricles Gonçalves. **Seguro e risco moral: o seguro de responsabilidade civil dos administradores (directors & officers liability insurance) e as ferramentas regulatórias para mitigar o risco moral no contexto corporativo**. 2019. 143f. Dissertação (Mestrado em Direito) – FGV Direito Rio, Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

FORGIONI, Paula. **A Evolução do Direito Brasileiro: Da mercancia ao mercado**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 3. ed. revista, atualizada e ampliada, 2016.
_____. **Contratos empresariais: Teoria Geral e Aplicação**. 3. ed. São Paulo: RT. 3. ed, 2018.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidez das deliberações de assembleia das S/A**. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2017, p. 76-155.

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

GALLIN, Luke. **BHSI adds reinstatement clause to professional liability product**. 13 ago. 2019. Disponível em: <https://www.reinsurancene.ws/bhsi-adds-reinstatement-clause-to-professional-liability-product/>. Acesso em 15 nov. 2019.

GAMBA PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle empresarial externo: a definição da política financeira como critério unificado para a identificação do controle**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de Brasília, p. 127 e 128.

GOLDBERG, Ilan. **O contrato de seguro D&O**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

_____. Para que serve o contrato de seguro D&O para administradores? – parte II. **Consultor Jurídico**. 1 jul. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-jul-01/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro-parte-ii>. Acesso em 22 ago. 2019.

_____. **Reflexões a Respeito do Contrato de Seguro**. In: CARVALHOSA, Modesto. **Contratos Mercantis** [livro eletrônico]. Coleção Tratado de Direito Empresarial, vol. IV. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016

GOLDBERG, Mindy K. The business judgment rule, due care and experts: how much information is enough?. **Journal of Law and Commerce**. Pittsburgh, v. 193, p. 241, 1987.

GOMES, Orlando. Tendências modernas na teoria da responsabilidade civil. In: DI FRANCESCO, José Roberto Pacheco (Org.). **Estudos em homenagem ao Professor Silvio Rodrigues**. São Paulo: Saraiva, 1989, p. 293.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 46, 1981, p. 80.

HENTZ, Luiz Antonio Soares. Ação Social de Responsabilidade e Business Judgment Rule. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 68, 2015, p. 99-112.

KIMBALL, Spencer L. The Purpose of Insurance Regulation: A Preliminary Inquiry in the Theory of Insurance Law. **Minnesota Law Review**, vol. 2324, 1961. Disponível em: <https://scholarship.law.umn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3323&context=mlr>. Acesso em 20 out. 2019.

KRAAKMAN, Reinier. The Economics Functions of Corporate Liability. In: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (Org.). **Corporate Governance and Directors' Liabilities. Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility**. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985.

LACERDA, Maurício Andere Von Bruck. **O seguro dos administradores no Brasil: o D&O Insurance brasileiro**. Curitiba: Juruá, 2013.

LACROIX, Kevin M.. Guest Post: D&O What to Know: A Guide to the Evolution of Directors and Officers Insurance from 1933 to the Present. **The D&O Diary**, 22 fev. 2016. Disponível em: <https://www.dandodiary.com/2016/02/articles/d-o-insurance/guest-post-do-what-to-know-a-guide-to-theevolution-of-directors-and-officers-insurance-from-1933-to-the-present/>. Acesso em 2 nov. 2019.

LIN, Chen; OFFICER, Micah S.; ZOU, Hong. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes. **Journal of Financial Economics**, vol. 102, 2011, p. 507–525.

LUCCA, Newton De. **Da ética geral à ética empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MALVESSI, Oscar. Como a estratégia equivocada destrói a riqueza do acionista. **IBEF News**. 2010, p. 8. Disponível em: <http://www.oscarmalvessi.com.br/downloads/artigos/69/Artigo-Rev-IBEF-Como-a-estrategiaequivocada...OMalvessi-08-2010.pdf>. Acesso em 20 out. 2019.

MENDONÇA, Vinícius de Carvalho P.. Seguro De responsabilidade civil de diretores e administradores. **Revista Jurídica**. n. 490, 2018, p. 63-110.

MORAES, Luiza Rangel de. Business Judgment Rule e sua aplicação no direito brasileiro e na apuração de responsabilidade dos administradores de companhias abertas em processos administrativos sancionadores. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 60, 2013, p. 134.

MOREIRA ALVES, José Carlos. Notas sobre a carta de conforto. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Org.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos - Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França**. 1. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 709.

NETO, Arnaldo Borges. Apontamentos sobre a carta conforto. **Revista do Instituto de Direito Brasileiro – RIBD**, n. 10, ano 3, 2014, p. 7638, 7642.

NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução: Alexandre Morales. São Paulo: Três Estrelas, 2018.

OCDE. **Relatório Oficial de Governança Corporativa na América Latina**. 2003. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf>. Acesso em 22 out. 2019.

OLIVEIRA, Rodrigo Candido de.; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. O regime diferenciado de responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas. **Revista dos Tribunais**. vol. 976, 2017, p. 193-219, 2017.

PAGE EXECUTIVE BRASIL. **Pesquisa de remuneração para Presidentes e Diretores Executivos: 7ª Edição**. 2019. Disponível em: https://www.michaelpage.com.br/sites/michaelpage.com.br/files/pesquisa_de_remuneracao_page_executive_2019.pdf. Acesso em: 23 nov. 2019.

PARENE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedade anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 174.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**. vol. 953, 2015, p. 51-74.

PAZ-ARES, Cândido. La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. **Ius et veritas**, vol. 13, 2003, p. 202-246. Disponível em: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16269/16685>. Acesso em: 10 nov. 2019.

PETERSEN, Luiza Moreira. **O risco no contrato de seguro**. São Paulo: Editora Roncarati, 2018.

PLOGER, Alfried. Contrato de Indenidade para as Companhias Abertas. **Revista RI – Relação com Investidores**, n. 217, 2017. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/217/1290>>. Acesso em: 9 out. 2019.

POSNER, Richard A. **Economic Analysis of Law**. Wolters Kluwer Law & Business, 3. ed., 1986, p. 383.

PUGLIATTI, Salvatore. **Diritto civile. Metodo – Teoria - Pratica**. Milano: Giuffrè, 1951, p. 75 e ss.

RAMOS, Maria Elisabete Gomes. Corporate Indemnification Experiences in USA and Developments in Germany, Italy and Portugal. **European Company and Financial Law Review**, vol. 14, issue 4, p. 731
_____. **O seguro de responsabilidade civil dos administradores: entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura**. Coimbra: Almedina, 2010, p. 318.

RAUTMAN, Lawrence J.; ALTENBAUMER-PRICE, Kara. D&O insurance: a primer. **American University Business Law Review**, vol. 1, 2012.

RENSI, Rafael Tonet; CARVALHO, João Vinicius de Franca. **O impacto da operação lava jato no mercado de seguros de responsabilidade civil de administradores e diretores no Brasil.** Anais. São Paulo: EAC/FEA/USP, 2019. Disponível em: https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2019_NEW/ArtigosDownload/1316.pdf. Acesso em 9 out. 2019.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade.** 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 63
_____. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial.** 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123-135; 153-177.

SANTOS, Pedro Felipe de Oliveira. O futuro da jurisdição constitucional: as aspirações do constitucionalismo global no paradigma do engajamento comparativo. **Revista do Tribunal Regional Federal da Primeira Região (TRF1)**, vol. 30, n. 1/2 jan/fev, 2018, p. 34.

SCHREIBER, Anderson. **A tríplice transformação do adimplemento. Adimplemento substancial, inadimplemento e outras figuras.** Disponível em: http://www.andersonschreiber.com.br/downloads/A_Triplice_Transformacao_do_Adimpleme nto.pdf. Acesso em 10 jun. 2019).

_____. **Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015,

SCHUMPETER, Joseph. **Capitalismo, socialismo e democracia.** Rio de Janeiro: Zahar, 2014.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. O caso Sadia – Parte II. **Revista Capital Aberto**, n. 107, 2012. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/o-caso-sadia-parte-ii/>. Acesso em 15 out. 2019.

SIMPSON, Andrew G. No D&O Insurance at Berkshire, Other Notes from Buffett's Letter. **Insurance Jornal**, 28 fev. 2011. Disponível em: <https://www.insurancejournal.com/news/national/2011/02/28/188339.htm>. Acesso em 10 nov. 2019.

TEIXEIRA, Bárbara Bittar. A crise da responsabilidade civil e o seguro D&O. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 80, 2018, p. 229-247.

TZIRULNIK, Ernesto et al. **O contrato de seguro de acordo com o novo Código Civil brasileiro.** 3. Ed. São Paulo: Editora Roncarati, 2016, p. 205-208.

VASCONCELOS, Pedro Pais de. **A participação social nas sociedades comerciais.** Coimbra: Almedina, 2006, p. 256.

_____. Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o art. 34 do Código das Sociedades Comerciais. **Direito das Sociedades em Revista**, a. 1, v. 2. Coimbra: Almeida, 2009, p. 69.

_____. **D&O Insurance: o seguro de responsabilidade civil dos administradores e outros dirigentes da sociedade anônima – Edição Digital.** Lisboa: Almedina. 2007, p. 13.

YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira. In: Luiz Fernando Martins Kuyven (Coords.). **Temas essenciais de Direito Empresarial: Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 940-961.

ZAFFARONI, Eugenio Raúl. **Direito penal brasileiro**: vol. 2, tomo 2. 1. ed. Rio de Janeiro: Revan, 2017, p. 168.

DOCUMENTOS OFICIAIS

ALEMANHA. **German Corporate Governance Code, de 7 de fevereiro de 2017**. As amended on 7 February 2017, convenience translation. [S. l.], 7 fev. 2017. Disponível em: <https://www.evotec.com/f/5202a774a3be91abb06ee05e30bc050d.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2019.

AMERICAN BAR FOUNDATION. Adopted by the Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law with support of the American Bar Foundation. **Model Business Corporation Act**. [S. l.], v. 3, 9 dez. 2017. Disponível em: https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_m_bca.authcheckdam.pdf. Acesso em: 24 nov. 2019.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. [S. l.: s. n.], 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Decreto-Lei n. 2627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. [S. l.], 1 out. 1940. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Lei n. 6385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. [S. l.], 9 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. [S. l.], 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Lei n. 10402, de 24 de novembro de 2019**. Institui o Código Civil. [S. l.], 10 jan. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Lei n. 13506, de 13 de novembro de 2017**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº

448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. [S. l.], 14 nov. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 24 nov. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa n. 202, de 6 de dezembro de 1993**. Dispõe sobre o registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e revogando as Instruções 60/87, 73/87, 118/90 e 127/90. [S. l.], 13 dez. 1993. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Instrução Normativa n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Revoga a Instrução 31/84, revoga a Instrução 69/87, revoga o art. 3º da Instrução 229/95, revoga o parágrafo único do art. 13 da Instrução 202/93, revoga os arts. 3º a 11 da Instrução 299/99, e dá outras providências. [S. l.], 28 jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Instrução Normativa n. 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. [S. l.], 9 dez. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Instrução Normativa n. 552, de 9 de outubro de 2014**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480/09 e altera dispositivos das Instruções 358/02 e 481/09. [S. l.], 13 out. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst552.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Ofício-Circular nº 4/2018-CVM/SMI**. [S. l.], 14 dez. 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0418.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Parecer de Orientação n. 38, de 25 de setembro de 2018**. Deveres fiduciários dos administradores no âmbito dos contratos de indenidade celebrados entre as companhias abertas e seus administradores. [S. l.], 26 set. 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare038.html>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Relatório nº 83/2016-CVM/SEP/GEA-3**. [S. l.], 26 jul. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2016/20161011/0293__SEP.pdf. Acesso em: 24 nov. 2019.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. **Circular n. 553, de 23 de maio de 2017**. Estabelece diretrizes gerais aplicáveis aos seguros de responsabilidade civil de diretores e administradores de pessoas jurídicas (seguro de RC D & O), e dá outras providências. [S. l.], 24 maio 2017. Disponível em: <https://www2.susep.gov.br/biblioteca/web/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=40599>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. **Carta Circular SUSEP/ DE TEC/ GAB/ Nº 003 / 2006.** [S. l.], 5 jul. 2006. Disponível em: <http://www.susep.gov.br/textos/CCDETEC03-06.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2019.

JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3. Turma). **Recurso Especial 1601555/SP.** Recorrente: Antonio José Monteiro da Fonseca de Queiroz. Recorrida: ACE Seguradora S/A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, 14 de fevereiro de 2017. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1570507&num_registro=201502315417&data=20170220&formato=PDF. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça (5. Turma). Recurso Especial 1214497/RJ. Recorrente: Rádio Clube de Pernambuco S/A e Outros. Recorrido: Martinho de Luna Alencar - Espólio. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Relator p/ Acórdão: Ministro Raul Araújo, Brasília, 23 de setembro de 2014. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1077732&num_registro=201001717553&data=20141106&formato=PDF. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo (6. Câmara de Direito Privado). Apelação com Revisão CR 5431944900/SP. Apelantes: PROCID Participações e Negócios S/A e Outro. Apelados: UNIBANCO AIG Seguros e Previdência e Outro. Relator: Desembargador Vito Guglielmi, São Paulo, 11 de dezembro de 2019. Disponível em: <https://tj-sp.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/2734550/apelacao-com-revisao-cr-5431944900-sp/inteiro-teor-101076272>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo (2. Câmara de Direito Privado). Apelação 1071762-31.2015.8.26.0100/SP. Apelantes/Apelados: Companhia do Metropolitano de São Paulo Metrô e Sérgio Eduardo Fávero Salvadori (espólio). Apelados/Apelantes: ACE Seguradora S/A, AIG Seguros Brasil S/A, XL Seguros Brasil S/A. Relatora: Desembargadora Marcia Dalla Déa Barone, São Paulo, 27 de novembro de abril de 2018. Disponível em: <http://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=12031444&cdForo=0>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo (1. Câmara de Direito Privado). Apelação 1095579-95.2013.8.26.0100/SP. Apelantes: Fleber Ferreira da Silva e Francisco Ildimar de Lavor. Apelados: ACE Seguradora S/A. Relator: Desembargador Rui Cascaldi, São Paulo, 23 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=9198075&cdForo=0>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo (3. Câmara de Direito Privado). Apelação 1066289-35.2013.8.26.0100/SP. Apelante/Apelado: Fibria Celulose S/A. Apelado/Apelante: Itaú Seguros S/A. Relator: Desembargador João Pazine Neto, São Paulo, 19 de agosto de 2014. Disponível em: <http://esaj.tjsp.jus.br>. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2009/8316. Acusados: Brás Ferreira Machado, Luis Gustavo Loyola dos Santos, Milton Paulo Silva, Roberto Francisco Casagrande Herdeiro. Diretora-Relatora: Luciana Dias. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130409_PAS_RJ20098316.pdf. Acesso em: 24 nov. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2011/2595. Acusados: Anderson Ferrari Júnior, Constantino Colodetti,

Estado do Espírito Santo, Fundação Banestes de Seguridade Social – BANESES, Haroldo Corrêa Rocha, Leandro Antônio da Silva Tavares, Mônica Campos Torres, Neivaldo Bragato, Paulo Roberto Mendonça França, Ranieri Feres Doellinger, Roberto da Cunha Penedo, Ronaldod Hoffmann, Sergio Aboudib Ferreira Pinto, Usiel Carneiro de Souza. Diretora-Relatora: Luciana Dias. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140729_PAS_RJ20112595.pdf. Acesso em: 24 nov. 2019.

JURISPRUDÊNCIA ESTRANGEIRA

Francis v. United Jersey Bank. 87 N.J. 15, 432 A.2d 814, 1981 N.J. Lexis, 1652 (N.J. July 1, 1981)

Smith v. Van Gorkom. 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985).

Guth v. Loft Inc. 5 A.2d 503, 23 Del. Ch. 255 (Delaware. 1939)

Irving Trust Co. v. Deutsch, 73 F.2d 121 (2d Cir. 1934)

Bird v. Penn Central Company. 334 F. Supp. 255 (E.D. Pa. 1971). U.S. District Court for the Eastern District of Pennsylvania. November 16, 1971.

Pepsico, Inc. v. Continental Casualty. 640 F. Supp. 656 (SDNY, 1986).

Nordstrom Inc. v. Chubb & Son Inc. 54 F. 3 d 1424 (9 Circuit).

APÊNDICE

APÊNDICE I – PRÊMIOS RECEBIDOS PELAS COMPANHIAS DE SEGURO NO RAMO 0310 DA SUSEP (SEGURO D&O)

EMPRESA	PRÊMIO DIRETO (R\$) (01/2019 – 08/2019)	SINISTRALIDADE
CHUBB SEGUROS BRASIL S.A.	R\$ 80.015.574,00	1,00
ZURICH MINAS BRASIL SEGUROS S.A.	R\$ 52.506.807,00	0,35
AIG SEGUROS BRASIL S.A.	R\$ 47.377.031,00	0,45
FATOR SEGURADORA S.A.	R\$ 11.917.759,00	0,23
TOKIO MARINE SEGURADORA S.A.	R\$ 11.337.525,00	0,10
LIBERTY SEGUROS S.A.	R\$ 9.613.401,00	0,93

XL SEGUROS BRASIL S.A.	R\$ 8.913.109,00	-0,24
FAIRFAX BRASIL SEGUROS CORPORATIVOS S.A.	R\$ 6.617.501,00	-0,97
AXA SEGUROS S.A.	R\$ 5.687.386,00	-0,45
GENERALI BRASIL SEGUROS S.A.	R\$ 3.209.917,00	0,11
BERKLEY INTERNATIONAL DO BRASIL SEGUROS S/A	R\$ 3.086.747,00	0,14
SOMPO SEGUROS S.A.	R\$ 2.950.464,00	0,01
ARGO SEGUROS BRASIL S.A.	R\$ 2.807.996,00	0,70
STARR INTERNATIONAL BRASIL SEGURADORA S.A.	R\$ 2.464.100,00	0,12
ALLIANZ SEGUROS S.A.	R\$ 2.421.746,00	0,58
UNIMED SEGUROS PATRIMONIAIS S.A.	R\$ 2.146.279,00	0,14
TRAVELERS SEGUROS BRASIL S.A.	R\$ 2.133.607,00	0,06
SAFRA SEGUROS GERAIS S.A.	R\$ 1.417.026,00	-0,13
SWISS RE CORPORATE SOLUTIONS BRASIL SEGUROS S.A.	R\$ 1.265.259,00	0,93
HDI GLOBAL SEGUROS S.A.	R\$ 859.442,00	0,00
PORTO SEGURO COMPANHIA DE SEGUROS GERAIS	R\$ 222.960,00	0,00

Fonte: SES - Sistema de Estatísticas da SUSEP

APÊNDICE II – PRÊMIOS DIRETOS NO RAMO 0310 DA SUSEP (SEGURO D&O) EM CADA UNIDADE FEDERATIVA

UF	PRÊMIO DIRETO (R\$) (01/2019 – 08/2019)	SINISTRO DIREITO (R\$)
SP	179.372.596	40.714.216
RJ	21.367.410	47.554.053
DF	16.671.941	2.106.544
MG	9.308.179	1.424.407
RS	5.461.264	4.307.335
BA	4.798.939	2.256.297

PR	4.446.371	21.374.083
CE	2.227.160	1.306.310
SC	2.077.049	-89.939
PE	1.686.746	288.000
PA	1.427.411	-100.000
AM	1.185.626	451.977
ES	883.988	-58.195
MT	841.240	0
GO	558.364	1.239.417
PI	375.391	0
MA	252.884	31.156
PB	166.979	0
RN	164.325	123
AL	100.476	0
RO	89.165	0
MS	80.962	-6.396
SE	59.313	-308
AP	26.429	0
TO	15.898	-144.208
AC	0	0
RR	0	0

Fonte: SES - Sistema de Estatísticas da SUSEP

APÊNDICE III – SEGUROS D&O E CONTRATOS DE INDENIDADE NAS EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA O QUADRIMESTRE SET. A DEZ. 2019³²¹

CÓDIGO	EMPRESA	SEGURO D&O	CONTRATO DE INDENIDADE	SEGMENTO DE LISTAGEM
ABEV3	AMBEV S/A	SIM	SIM	ON
AZUL4	AZUL	SIM	SIM	PN N2
B3SA3	B3	SIM	SIM	ON NM
BBAS3	BRASIL	SIM	NÃO	ON EJ NM
BBDC3	BRADESCO	SIM	NÃO	ON N1
BBDC4	BRADESCO	SIM	NÃO	PN N1
BBSE3	BBSEGURIDADE	SIM	NÃO	ON NM
BPAC11	BTGP BANCO	SIM	NÃO	UNT N2

³²¹ Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em 16 set. 2019.

BRAP4	BRADESPAR	NÃO	NÃO	PN N1
BRDT3	PETROBRAS BR	SIM	SIM	ON NM
BRFS3	BRF SA	SIM	SIM	ON ATZ NM
BRKM5	BRASKEM	SIM	SIM	PNA N1
BRML3	BR MALLS PAR	SIM	NÃO	ON NM
BTOW3	B2W DIGITAL	SIM	SIM (há previsão estatutária)	ON NM
CCRO3	CCR SA	SIM	NÃO	ON NM
CIEL3	CIELO	SIM	NÃO	ON EDJ NM
CMIG4	CEMIG	SIM	SIM (há previsão estatutária)	PN N1
CSAN3	COSAN	SIM	NÃO	ON NM
CSNA3	SID NACIONAL	SIM	SIM (sem previsão estatutária)	ON
CVCB3	CVC BRASIL	SIM	NÃO	ON NM
CYRE3	CYRELA REALT	SIM	NÃO	ON NM
ECOR3	ECORODOVIAS	SIM	NÃO	ON NM
EGIE3	ENGIE BRASIL	SIM	NÃO	ON NM
ELET3	ELETROBRAS	SIM	NÃO	ON N1
ELET6	ELETROBRAS	SIM	NÃO	PNB N1
EMBR3	EMBRAER	SIM	SIM	ON NM
ENBR3	ENERGIAS BR	SIM	NÃO	ON NM
EQTL3	EQUATORIAL	SIM	NÃO	ON NM
FLRY3	FLEURY	SIM	NÃO	ON NM
GGBR4	GERDAU	SIM	SIM	PN N1
GNDI3	INTERMEDICA	SIM	NÃO	ON NM
GOAU4	GERDAU MET	SIM	SIM	PN N1
GOLL4	GOL	SIM	NÃO	PN N2
HYPE3	HYPERA	SIM	NÃO	ON NM
IGTA3	IGUATEMI	SIM	NÃO	ON NM
IRBR3	IRBBRASIL RE	SIM	NÃO	ON NM
ITSA4	ITAUSA	SIM	NÃO	PN N1
ITUB4	ITAUUNIBANCO	SIM	NÃO	PN N1
JBSS3	JBS	SIM	NÃO	ON NM
KLBN11	KLABIN S/A	SIM	NÃO	UNT N2
KROT3	KROTON	SIM	NÃO	ON NM
LAME4	LOJAS AMERIC	SIM	NÃO	PN N1
LREN3	LOJAS RENNER	SIM	NÃO	ON NM
MGLU3	MAGAZ LUIZA	SIM	NÃO	ON NM
MRFG3	MARFRIG	SIM	NÃO	ON NM
MRVE3	MRV	SIM	NÃO	ON NM

MULT3	MULTIPLAN	SIM	NÃO	ON N2
NATU3	NATURA	SIM	NÃO	ON NM
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	SIM	NÃO	PN N1
PETR3	PETROBRAS	SIM	SIM	ON N2
PETR4	PETROBRAS	SIM	SIM	PN N2
QUAL3	QUALICORP	SIM	NÃO	ON NM
RADL3	RAIADROGASIL	SIM	NÃO	ON NM
RAIL3	RUMO S.A.	SIM	SIM	ON NM
RENT3	LOCALIZA	SIM	NÃO	ON EJ NM
SANB11	SANTANDER BR	SIM	SIM	UNT
SBSP3	SABESP	SIM	NÃO	ON NM
SMLS3	SMILES	SIM	NÃO	ON NM
SUZB3	SUZANO S.A.	SIM	NÃO	ON NM
TAEE11	TAESA	SIM	NÃO	UNT N2
TIMP3	TIM PART S/A	SIM	NÃO	ON NM
UGPA3	ULTRAPAR	SIM	NÃO	ON NM
USIM5	USIMINAS	SIM	NÃO	PNA N1
VALE3	VALE	SIM	SIM	ON NM
VIVT4	TELEF BRASIL	SIM	NÃO	PN
VVAR3	VIAVAREJO	SIM	NÃO	ON NM
WEGE3	WEG	SIM	NÃO	ON NM
YDUQ3	YDUQS PART	SIM	NÃO	ON NM

Fonte: Formulário de Referência 2019 – Sistema CVM

APÊNDICE IV – SEGUROS D&O E CONTRATOS DE INDENIDADE NAS EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA O QUADRIMESTRE JAN. A ABR. 2013³²²

CÓDIGO	EMPRESA	SEGURO D&O	CONTRATO DE INDENIDADE	SEGMENTO DE LISTAGEM
ALLL3	ALL AMER LAT	SIM	NÃO	ON NM
AMBV4	AMBEV S/A	SIM	SIM (há previsão estatutária)	PN EDJ
BBAS3	BRASIL	SIM	NÃO	ON NM
BBDC4	BRADESCO	SIM	NÃO	PN EJ N1
BISA 3	BROOKFIELD	SIM	NÃO	ON NM
BRAP4	BRADSPAR	NÃO	NÃO	PN N1

³²² Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em 16 set. 2019.

BRFS3	BRF FOODS	SIM	NÃO	ON EJ NM
BRKM5	BRASKEM	SIM	NÃO	PNA N1
BRML3	BR MALLS PAR	SIM	NÃO	ON NM
BTOW3	B2W VAREJO	NÃO	SIM (há previsão estatutária)	ON NM
BVMF3	BMFBOVESPA	SIM	NÃO	ON NM
CCRO3	CCR SA	SIM	NÃO	ON NM
CIEL3	CIELO	SIM	NÃO	ON NM
CMIG4	CEMIG	SIM	NÃO	PN EDJ N1
CPFE3	CPFL ENERGIA	SIM	NÃO	ON NM
CPLE6	COPEL	SIM	NÃO	PNB EJ N1
CRUZ3	SOUZA CRUZ	SIM	NÃO	ON EJ
CSAN3	COSAN	SIM	NÃO	ON NM
CSNA3	SID NACIONAL	SIM	NÃO	ON ED
CTIP3	CETIP	SIM	NÃO	ON EJ NM
CYRE3	CYRELA REALT ³²³	-	-	ON NM
DASA3	DASA	SIM	NÃO	ON NM
DTEX3	DURATEX	SIM	NÃO	ON NM
ELET3	ELETROBRAS	NÃO	SIM (há previsão estatutária)	ON N1
ELET6	ELETROBRAS	NÃO	SIM (há previsão estatutária)	PNB N1
ELPL4	ELETROPAULO	SIM	NÃO	ON EJ N2
EMBR3	EMBRAER	SIM	NÃO	ON NM
ENBR3	ENERGIAS BR	SIM	NÃO	ON EJ NM
FIBR3	FIBRIA	SIM	NÃO	ON NM
GGBR4	GERDAU	SIM	NÃO	PN N1
GOAU4	GERDAU MET	SIM	NÃO	PN N1
GOLL4	GOL	SIM	NÃO	PN N2
HYPE3	HYPERMARCAS	SIM	NÃO	ON ES NM
ITSA4	ITAUSA	SIM	NÃO	PN EJ N1
ITUB4	ITAUUNIBANCO	SIM	NÃO	PN EDJ N1
JBSS3	JBS	SIM	NÃO	ON NM
KLBN4	KLABIN S/A	SIM	NÃO	PN N1
LAME4	LOJAS AMERIC	NÃO	SIM (há previsão estatutária)	PN N1
LIGT3	LIGHT S/A	SIM	NÃO	ON NM
LLXL3	LLX LOG	SIM	NÃO	ON NM
LREN3	LOJAS RENNEN	SIM	NÃO	ON NM
MMXM3	MMX MINER	SIM	NÃO	ON NM
MRF3	MARFRIG	SIM	NÃO	ON NM

³²³ Cf. nota de rodapé 16.

MRVE3	MRV	SIM	NÃO	ON NM
NATU3	NATURA	SIM	NÃO	ON NM
OGXP3	OGX PETROLEO	SIM	NÃO	ON NM
OIBR3	OI	SIM	NÃO	ON N1
OIBR4	OI	SIM	NÃO	PN N1
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	SIM	NÃO	PN N1
PGDR3	PDG REALT	SIM	NÃO	ON NM
PETR3	PETROBRAS	SIM	NÃO	ON
PETR4	PETROBRAS	SIM	NÃO	PN
RENT3	LOCALIZA	SIM	NÃO	ON EJ NM
RSID3	ROSSI RESID	SIM	NÃO	ON NM
SANB11	SANTANDER BR	SIM	SIM	UNT N2
SBSP3	SABESP	SIM	NÃO	ON NM
SUZB5	SUZANO PAPEL	SIM	NÃO	PNA INT N1
TIMP3	TIM PART S/A	SIM	NÃO	ON NM
TRLP4	TRAN PAULIST	SIM	NÃO	PN N1
UGPA3	ULTRAPAR	SIM	NÃO	ON NM
USIM3	USIMINAS	SIM	NÃO	ON N1
USIM5	USIMINAS	SIM	NÃO	PNA N1
VAGR3	V-AGRO	SIM	NÃO	ON NM
VALE3	VALE	SIM	NÃO	ON N1
VALE5	VALE	SIM	NÃO	PNA N1
VIVT4	TELEF BRASIL	SIM	NÃO	PN

Fonte: Formulário de Referência 2013 – Sistema CVM

APÊNDICE V – PRÊMIO DIRETO E ÍNDICE DE SINISTRALIDADE DO RAMO DE SEGUROS D&O

ANO	PRÊMIO DIRETO (R\$) ³²⁴	SINISTRALIDADE
2003	121.763.059,86	23%
2004	167.227.124,07	23%
2005	175.503.450,85	25%
2006	176.737.088,10	-5%
2007	185.790.163,86	-13%
2008	168.569.686,42	12%
2009	164.525.528,00	19%
2010	243.128.255,83	50%

³²⁴ Valores corrigidos pelo IPCA (IBGE), até o mês 07/2019.

2011	264.602.505,35	9%
2012	287.537.764,76	23%
2013	318.254.708,12	32%
2014	295.198.864,60	53%
2015	432.145.879,32	47%
2016	409.066.925,48	38%
2017	432.402.251,34	61%
2018	453.936.972,31	85%

Fonte: Dados obtidos do SES (Sistema Estatístico da SUSEP)