



Universidade de Brasília — UnB
Faculdade de Direito — FD

IZABELA LEMES DA SILVA ALVARENGA

17/0105792

OBRIGAÇÃO DE DIVULGAR FATO RELEVANTE:

O PAPEL DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Brasília — DF

2023

IZABELA LEMES DA SILVA ALVARENGA

OBRIGAÇÃO DE DIVULGAR FATO RELEVANTE:

O PAPEL DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Direito pelo Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD-UnB).

Orientadora: Professora Doutora Lílian Manoela Monteiro Cintra de Melo

Brasília — DF

2023

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ALVARENGA, Izabela Lemes da Silva. **Obrigação de divulgar fato relevante: o papel da *business judgment rule***, 2023. 63f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2023.

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

LA473o Lemes da Silva Alvarenga, Izabela
Obrigação de divulgar fato relevante: o papel da business
judgment rule / Izabela Lemes da Silva Alvarenga;
orientador Lillian Cintra de Melo. -- Brasília, 2023.
63 p.

Monografia (Graduação - Direito) -- Universidade de
Brasília, 2023.

1. Deveres fiduciários. 2. Fato relevante. 3.
Responsabilidade dos administradores de S.A.. 4. Business
judgment rule. I. Cintra de Melo, Lillian, orient. II. Título.

FOLHA DE APROVAÇÃO

IZABELA LEMES DA SILVA ALVARENGA

OBRIGAÇÃO DE DIVULGAR FATO RELEVANTE:

O PAPEL DA *BUSINESS JUDGMENT RULE*

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharelado em Direito pelo Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD-UnB).

Aprovada em 14 de fevereiro de 2023

Banca Examinadora:

Professora Doutora Lílian Manoela Monteiro Cintra de Melo
Faculdade de Direito — UnB
Orientadora — Presidente

Professor Doutorando Ângelo Gamba Prata de Carvalho
Faculdade de Direito — UnB
Examinador

Professora Doutoranda Mônica Tiemy Fujimoto
Faculdade de Direito — UnB
Examinadora

Brasília — DF

2023

AGRADECIMENTOS

A escrita dos agradecimentos de um trabalho de conclusão de curso é uma tarefa difícil, pois jamais conseguirei agradecer a todos que contribuíram de alguma forma para a minha caminhada até aqui.

Desde a aprovação do vestibular, foram muitos momentos de alegria e, por vezes, de frustrações e dificuldades, como tudo na vida. Por isso, escrevo estes agradecimentos como uma mera tentativa de agradecer as pessoas responsáveis por ter superado esses momentos.

Aos meus pais e aos meus irmãos por terem me apoiado desde sempre, nos bons ou maus momentos. Agradeço também a compreensão pelas ausências ao longo desses anos.

Aos amigos que conheci na faculdade, que foram meu suporte durante esse período e, acima de tudo, por toda a parceria, conselhos e risadas.

Ao meu companheiro de vida, por todo o apoio e carinho.

À minha orientadora pelos valiosos ensinamentos, que me inspiraram desde a primeira aula.

À todos os professores da FD-UnB, que me instigaram a pensar criticamente, para além da mera reprodução.

À todos que por via direta ou indireta contribuíram para a minha formação.

À Universidade de Brasília, por ter me proporcionado muito mais do que sonhei.

RESUMO

A *business judgment rule* consiste em um padrão de responsabilização de origem jurisprudencial anglo-saxônica para proteger os administradores na tomada de decisões em benefício da companhia. Com o intuito de averiguar se a regra seria aplicável à divulgação de fato relevante no âmbito de mercado de capitais, este trabalho se dividirá em três partes. Será abordada primeiramente a definição de deveres fiduciários e o regime de responsabilidade aplicável aos administradores de companhias. Em seguida, tratar-se-á da obrigação de divulgação de fato relevante, com um estudo pormenorizado do que consiste fato relevante, obrigação de divulgação e as consequências pelo seu descumprimento. Por fim, será analisado o instituto da *business judgment rule*, sua origem, características, se houve, e em que medida, sua recepção pelo ordenamento brasileiro, e a aplicação por parte da CVM e do Poder Judiciário, para, enfim, responder à pergunta sobre a possibilidade de aplicação da regra no momento de divulgação de fato relevante.

Palavras chave: Deveres fiduciários, fato relevante, responsabilidade dos administradores de S.A., *business judgment rule*.

ABSTRACT

The business judgment rule is an Anglo-Saxon jurisprudential accountability standard developed to protect executive officers at decision making for the benefit of the company. In order to investigate whether the rule would be applicable to the disclosure of material facts in the capital market, this study will be divided in three parts. The definition of the fiduciary duties and the liability regime applicable to executive officers are first developed. After that, it will be addressed the duty of disclosure material fact, with a detailed study of what constitutes relevant fact, the duty of disclosure and the consequences for its non-compliance. Finally, the business judgment rule, its origin, characteristics, whether it was, and to what extent, accepted by the Brazilian law will be analyzed, as well as its application by the Brazilian Securities and Exchange Commission and the Judiciary to answer the question about the possibility of a business judgment rule application at the time of the disclosure of relevant fact.

Keywords: Fiduciary duties, material fact, executive officers liability, business judgment rule.

LISTA DE ABREVIACÕES E SIGLAS

Art. — Artigo

CEO — *Chief Executive Officer*

CMN — Conselho Monetário Nacional

CVM — Comissão de Valores Mobiliários

ESG — *Environmental, Social and Governance*

EUA — Estados Unidos da América

FGC — Fundo Garantidor de Crédito

PAS — Processo Administrativo Sancionador

RAET — Regime de Administração Especial Temporário

S.A. — Sociedades Anônimas (em referência à Lei n. 6.404/1976)

SUMÁRIO

RESUMO.....	6
ABSTRACT	7
LISTA DE ABREVIACÕES E SIGLAS	8
Introdução	10
1. As obrigações e o regime de responsabilidade dos administradores	18
1.1 Os deveres fiduciários dos administradores de companhias	18
1.2 O regime de responsabilidade dos administradores	27
2. Obrigação de divulgar fato relevante	31
2.1 O conceito de “fato relevante” e a obrigatoriedade de divulgação	31
2.2. Exceção à divulgação de fato relevante.....	37
2.3. Consequências do descumprimento de divulgação de fato relevante	38
3. A <i>Business Judgment Rule</i>	41
3.1 Origem e recepção pelo ordenamento brasileiro	41
3.2. O papel da <i>Business Judgment Rule</i> na divulgação de fato relevante.....	47
3.3. Análise jurisprudencial	49
4. Considerações Finais	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	60
ÍNDICE DE JURISPRUDÊNCIA.....	63

Introdução

Durante a elaboração deste trabalho, ocorreu um evento relevante no mercado de valores mobiliários brasileiro. As manchetes do dia 12 de janeiro de 2023 dos jornais Valor Econômico, G1 e Estadão, que lideram o tema no país, eram as seguintes, respectivamente:

Queda da Americanas é a maior entre as ações que compõem o Ibovespa desde 1994

Nesta quinta (12), um dia depois de anunciar que encontrou R\$ 20 bilhões em "inconsistências contábeis" no seu balanço, as ações da varejista caíram 77,33% e a companhia perdeu R\$ 8,3 bilhões em valor de mercado¹.

Americanas desaba na bolsa após descoberta de rombo de R\$ 20 bilhões; entenda o caso

Diretoria recém-chegada e bem recebida pelo mercado, contratada para colocar ordem no balanço da empresa, renunciou. Comunicado não traz detalhes sobre 'inconsistências' encontradas, e analistas ainda avaliam impactos².

Americanas (AMER3): ações abrem em queda de 76% após escândalo contábil

Ativos de outras varejistas como VVIIA3 e MGLU3 despencaram com o escândalo das Americanas (AMER3)³.

A razão para a brusca queda do valor das ações negociadas da Americanas negociadas em bolsa, até onde se tem conhecimento, foi a descoberta de inconsistências no balanço financeiro da empresa que somariam, quando de sua divulgação, a vultosa quantia de R\$ 20 bilhões (vinte bilhões de reais).

Até o momento de escrita desta monografia, estima-se que a origem do rombo nos balanços financeiros deve-se à excessivas operações de *forfait* (“risco sacado” em português), que se define por ser uma linha de crédito triangularizada entre a companhia, seus fornecedores e uma instituição financeira.

Ao contratar o risco sacado, a companhia requer à instituição financeira com quem firmou o contrato que essa realize o pagamento de uma compra com o fornecedor. Então, o

¹ *Queda da Americanas é a maior entre as ações que compõem o Ibovespa desde 1994*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/01/12/queda-da-americanas-a-maior-entre-as-aes-que-compem-o-ibovespa-desde-1994.ghtml>>. Acesso em 12 jan. 2023.

² *Americanas desaba na bolsa após descoberta de rombo de R\$ 20 bilhões; entenda o caso*. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/12/americanas-desaba-na-bolsa-apos-descoberta-de-rombo-de-r-20-bilhoes-entenda-o-caso.ghtml>>. Acesso em 12 jan. 2023.

³ *Americanas (AMER3): ações abrem em queda de 76% após escândalo contábil*. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/mercado/mercado-hoje-americanas-amer3-petrobras-petr4-petz-petz3-even-even3-oi-oibr4-banco-do-brasil-bbas3/>>. Acesso em 12 jan. 2023.

banco paga o fornecedor no lugar da companhia, gerando um débito em seu favor, cujo pagamento será acrescido de juros pelo prazo do empréstimo.

Operações desse tipo se revestem de legalidade, no entanto, o contexto por trás da crise das Americanas é o de que a companhia não registrou em seus balanços contábeis de forma correta os débitos que deve ao banco.

A descoberta foi feita por Sérgio Rial, que assumiu a posição de CEO da companhia em janeiro de 2023. Após ficar nove dias no cargo, ele revelou ao mercado por meio de fato relevante a enorme inconsistência de, inicialmente, vinte bilhões de reais, com potencial de existir um prejuízo ainda maior a ser apurado apenas ao final da auditoria contábil.

Após o anúncio, as ações da Americanas (AMER3) tiveram queda de quase 80% do valor de suas ações negociadas em bolsa. A cotação anterior era de aproximadamente R\$ 12,00 (doze reais), que desabou para R\$ 2,72 (dois reais e setenta e dois centavos).

A breve explicação desse evento serve para ilustrar a importância e o poder de influência que a informação detém sobre o mercado de capitais. No decorrer de apenas um dia de pregão, houve uma imensa desvalorização de ativos relativamente estáveis e a diminuição do próprio valor de mercado da companhia, em decorrência do anúncio de um desastroso acontecimento.

No âmbito do mercado de capitais, é inegável que a informação economicamente relevante tem como forte atributo seu poder de influência e, mais do que isso, constitui um direito essencial do acionista (CARVALHOSA, 1998, p. 672).

Como visto no exemplo acima, a divulgação de uma informação teve o condão de desencadear uma brusca queda do preço das ações, na ordem de aproximadamente 80%, além da diminuição do valor da empresa em si em um curtíssimo período de tempo. Da mesma forma, o contrário também pode ocorrer: há informações que causam uma valorização das ações, como em casos em que é anunciada uma fusão entre uma empresa em crise e um grande agente do mercado.

No entanto, a reação do mercado sobre as informações disponibilizadas não é linear e nem previsível. Há justificativas para isso, sendo a pioneira abordada na teoria da escolha racional, pilar do pensamento econômico clássico, a qual entende que o investidor informado teria um padrão comportamental de buscar maximizar seus ganhos e minimizar suas perdas mediante o uso de toda a informação disponível, ponderando, claro, os benefícios e malefícios das escolhas que lhe sejam apresentadas (PITTA, 2013, p. 100).

Nessa teoria, o investidor, em tese, dispõe de absolutamente todas as informações para conhecer a fundo suas possíveis opções e concretiza sua decisão com o objetivo de maximizar seu bem-estar. No entanto, isso somente seria factível se o custo pela busca de informação fosse menor que os benefícios que poderiam daí advir.

Embora a teoria da escolha racional tenha sido a precursora no estudo do processo decisório, com o passar dos anos foi reconhecido que o comportamento humano possui um papel considerável na tomada de decisão, vez que escaparia à suposta racionalidade intrínseca aos humanos.

Herbert Simon apresentou essa ideia como contraposição à corrente do homem econômico, pois entendia que a racionalidade humana era limitada por diversos fatores, estando os indivíduos sujeitos a “cometer erros e omissões e naturalmente alcançar resultados ‘satisfatórios’ e não ‘ótimos’.” (STEINGRABER & FERNANDES, 2013, p. 125).

Alguns elementos que não se revestem de qualquer traço de racionalidade e, portanto, mitigam a plena aplicação da teoria da escolha racional, visto que influenciam o comportamento humano, são as crenças religiosas, as preferências pessoais e os perfis psicológicos. A partir dessa divergência, foi desenvolvida a teoria econômica comportamental (*behavioral economics*), que considera as interferências de diversas ordens ao analisar o processo decisório.

De qualquer forma, ao examinar a tomada de decisão sob a perspectiva da teoria da escolha racional ou pelas lentes da teoria econômica comportamental, o pano de fundo determinante e comum a essas duas teorias é a informação considerada para a tomada de decisão.

Em que pese a teoria econômica clássica entender o mercado como autossuficiente, caracterizado por um nível de informação perfeita e homogênea que se refletiria no preço dos produtos negociados, George Akerlof, ganhador do prêmio Nobel de ciências econômicas por seu trabalho *The Market for Lemons*, entende que o ambiente do mercado apresenta falhas, com distorção e descompasso informacional.

Em verdade, a assimetria informacional não está apenas presente, como é inerente ao mercado. O grau de informação disponibilizado deve ser modulado à utilidade e ao interesse dos compradores, resguardando dados sensíveis e não pertinentes ao mercado em sigilo. Isto é, a disponibilização de informações ao mercado é benéfica ao próprio sistema, mas há um filtro para determinar quais serão divulgadas.

Por isso, Akerlof defende uma regulação do mercado, de forma que sejam disponibilizadas informações aos compradores para promover a eficiência do mercado.

Como solução para a assimetria de informações, Michael Spencer e Joseph Stiglitz, também ganhadores do prêmio Nobel de ciências econômicas, propõem remédios: a sinalização (*signaling*) e a filtragem (*screening*), respectivamente.

Para Spencer, a sinalização constitui uma tentativa de melhoria da informação, realizada por meio da revelação de características das quais se possa extrair informações determinantes daquilo que se pretende vender.

Stiglitz, por sua vez, entende que nenhum mercado atingirá seu grau de eficiência máximo, motivo pelo qual uma filtragem por meio de certificações de qualidade dos produtos seria o modelo mais adequado para solucionar a assimetria de informações.

Assim, a informação isolada é importante, mas não é a única peça chave, vez que o processo decisório envolvido possui papel igualmente relevante. A própria concepção do comportamento humano molda o regime informacional a ser adotado pelo mercado de capitais, que tem como pilar a transparência informacional ao público.

Devido a isso, a Lei de Mercado de Capitais (Lei n. 6.385/1976), a Lei das S.A. (Lei n. 6.404/1976) e a Resolução CVM n. 44/2021 impuseram ao mercado de capitais o dever de *full disclosure*⁴ como garantia de um fluxo constante de informações sobre os papéis negociados, e, ainda, como mecanismo para coibir a prática de atos ilícitos ou fraudulentos nesse espaço (EIZIRIK, 2011, p. 29).

De acordo com José Marcelo Martins Proença, o princípio da *full disclosure*

“ou, como entronizada no nosso direito, “princípio da transparência”, consubstancia-se em mecanismo para assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais ensejando, a toda a comunidade de investidores, o acesso às informações sobre as companhias.” (PROENÇA, 2005, p. 44).

A previsão legal desse princípio encontra-se esparsa na legislação. Enquanto na Lei de Mercado de Capitais prevê nos arts. 8º; 21-A; e 22, §1º o regime de *disclosure* brasileiro, a Lei das S.A. também projeta um reflexo desse princípio no dever de informar (art. 157, *caput* e §4º), que serão melhor esclarecidos no capítulo 1 deste trabalho.

⁴ A tradução para o português mais recorrente do termo “*full disclosure*” é “informação completa”. Contudo, o uso do termo em inglês é recorrente na prática do direito empresarial, razão pela qual este trabalho não utilizará a tradução.

O regime que prevalece na bolsa de valores brasileira é o de *full disclosure*, que foi adotado dos Estados Unidos com as devidas adaptações. Esse formato reconheceu a garantia informacional como fundamental para o equilíbrio do mercado ainda no pós-crise de 1929, no processo recuperacional do *New Deal* (PITTA, 2013, p. 55).

Como visto, esse regime exige que haja constante prestação de informação, de forma a proporcionar um ambiente adequado ao desenvolvimento econômico das companhias ali listadas, como também a maximização do capital confiado às empresas por seus investidores.

Isso porque a função do mercado de capitais é oferecer um ambiente no qual haja uma alocação eficiente do capital disponível dos investidores para as companhias. O ideal seria que, enquanto as companhias tomassem decisões estratégicas, os investidores pudessem fazer escolhas de acordo com as informações divulgadas, as quais seriam inteiramente refletidas no preço das ações.

De modo geral, as companhias atualmente têm a obrigação de fornecer informações ao mercado para que os agentes econômicos elenquem suas preferências e racionalizem suas escolhas, além de constituir importante mecanismo de proteção dos investidores (PITTA, 2013, p. 47-54).

No entanto, o *full disclosure* não deve ser aplicado indiscriminadamente a qualquer informação. Como será abordado mais adiante neste trabalho, as informações potencialmente representativas de riscos à companhia, poderão deixar de ser divulgadas ao mercado, a menos que sejam imprescindíveis ao investidor na tomada de decisão de forma consciente, informada e sem ser induzido ao erro.

Pargendler (2020), defende que o mercado atualmente funciona em uma economia globalizada, diversa, altamente conectada e dinâmica. A tendência global que vem se perpetuando por algum tempo é a de incorporar uma gama mais ampla de objetivos além do aumento de capital, que inclui a redução do risco sistêmico, o controle das alterações climáticas e a promoção de direitos humanos, todos incluídos nas agendas ESG e representativos do alto padrão de governança corporativa adotado por várias companhias ao redor do mundo.

A internacionalização do mercado permitiu que o público estrangeiro investisse seu capital em bolsa de outros continentes. E muito disso se deve principalmente à transparência informacional que rege o mercado e assegura seu desenvolvimento constante e equilibrado, com investidores realizando suas conscientes escolhas de acordo com as informações divulgadas pelas companhias.

O ambiente em que circula informação e são negociados os títulos mobiliários é o mercado de valores mobiliários ou mercado de capitais, cuja função econômica é:

permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 8).

A captação de recursos do público prescinde de intermediário, sendo realizada diretamente entre a entidade emissora do título (nos dizeres de Eizirik *et al*, unidade econômica deficitária) e o investidor (unidade econômica superavitária).

Mas não é só. O mercado de capitais também possui outras funções econômicas relevantes, tais como:

1. “conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
2. transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital,
3. transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
4. maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circular em massa;
5. obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.” (EIZIRIK *et al*, 2011, pp. 9-10)

Entre tantas atribuições do mercado de capitais, é perceptível que a mais popular é a de negociação de valores mobiliários no mercado primário, espaço onde “ocorrem as emissões públicas de valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular” (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 10), cuja operação só é possível em razão da prestação obrigatória de informações o mais fidedignas e leais possíveis.

Portanto, a função do regime de *full disclosure* adotado no mercado brasileiro é, acima de tudo, auxiliar na manutenção da confiança dos investidores e de deixar claro para as companhias que tenham interesse em negociar nesse ambiente a regra de tornar pública uma

série de dados pertinentes à análise do público. Caso descumprida a regra em uma tentativa imbuída de má-fé, os gestores da companhia serão responsabilizados, conforme se verá adiante.

Sob a perspectiva do agente racional maximizador de sua utilidade, a confiança depositada pelos investidores na atuação dos gestores das companhias não seria suficiente para dissociá-los da ideia de que estes agiriam de forma a expropriar bens ou maximizar seus lucros, já que são os primeiros da cadeia informacional a receberem dados relevantes sobre a companhia.

Ao pensar dessa maneira, cresceria exponencialmente o grau de desconfiança nos mercados de valores mobiliários, o que motivaria até mesmo uma rejeição à própria atividade de investimento.

Para conferir maior segurança ao mercado e de forma a desincentivar esse eventual comportamento por parte de administradores mal intencionados, foram criadas certas restrições regulatórias preventivas à abusos decorrentes da posição de controle, além de medidas ressarcitórias repressivas.

Contudo, durante o curso normal da atuação empresarial, os administradores de companhias são naturalmente submetidos a riscos inerentes à atividade. Os resultados de assumir esses riscos, porém, serão revelados somente com o tempo, sejam positivos ou negativos.

Assim, qualquer decisão de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ou relacionado à companhia que possa influir de modo ponderável no valor mobiliário negociado é atribuída a denominação de “fato relevante”, que deverá ser imediata e amplamente divulgada, em razão do regime informacional de *full disclosure* (arts. 2º e 3º da Resolução CVM n. 44/2021).

Entretanto, em casos em que a revelação do fato relevante tenha o potencial de pôr em risco interesse legítimo da companhia, é permitido ao administrador a opção de não divulgá-lo (art. 6º da Resolução CVM n. 44/2021).

Incertezas de maior ou menor grau permeiam a tomada de decisão dos administradores de companhias que, de qualquer forma, deverão assumir riscos para o desenvolvimento do interesse social. Com os eventuais efeitos negativos aparentes, a responsabilização pessoal dos administradores por escolhas não tão positivas à sociedade é praticamente certa. Caso os gestores tivessem conhecimento destes efeitos em momento anterior à tomada de decisão, não teriam seguido esse caminho.

Como forma de resguardar a discricionariedade dos administradores, surge a regra estrangeira da *business judgment*, que funciona como uma presunção de que a decisão tomada pelo administrador foi realizada por meio de um processo decisório hígido, leal aos interesses sociais e de boa-fé, bem como em estrito benefício da companhia. O efeito da aplicação da regra é a proteção do administrador de ser responsabilizado pessoalmente pela escolha adotada (PARGENDLER, 2015, p. 2).

Assim, considerando as noções econômicas e jurídicas expostas acima, o presente trabalho tem como objetivo averiguar se a *business judgment rule*, enquanto regra que resguarda os administradores de serem responsabilizados pelos riscos tomados em benefício da companhia, seria aplicável também à não divulgação de fato relevante no âmbito das companhias abertas.

A pergunta justifica-se na medida em que há uma obrigação legal de divulgação de informação relevante ao mercado e, ao mesmo tempo, há uma exceção que vincula o caráter da informação, seus possíveis efeitos e a responsabilização do administrador pela opção da não comunicação imediata ao mercado.

Apesar das normas já vigentes, essa interseção entre obrigação de divulgação e regimes informacional e de responsabilização ainda carece de contornos mais evidentes e uniformização de ordem legal, doutrinária e jurisprudencial, como se verá adiante.

Para responder à pergunta de pesquisa, será utilizada a abordagem dogmática, baseando-se na legislação vigente, doutrina aplicável e jurisprudência retirada dos sites oficiais dos Tribunais brasileiros e da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Desse modo, no primeiro capítulo serão abordados os deveres fiduciários dos administradores de companhia, isto é, os deveres decorrentes da confiança depositada nesses agentes para, finalisticamente, garantir a consecução do interesse social. Se descumpridos, os administradores serão responsabilizados pessoalmente pelos danos causados à companhia em caso de evidente conduta de má-fé.

Em seguida, o capítulo 2 tratará de outro dever atribuído aos administradores: a divulgação de fato relevante, que, enquanto informação potencialmente influente no preço das ações da companhia, deve ser divulgada para que todos os atuais e potenciais acionistas estejam cientes para realizar suas escolhas de compra ou venda de participação.

Por fim, o último capítulo discorrerá sobre o instituto estrangeiro da *business judgment rule* para, após isso, responder à pergunta de pesquisa, considerando a legislação pertinente, a doutrina e a jurisprudência disponível sobre o tema.

1. As obrigações e o regime de responsabilidade dos administradores

Neste capítulo, serão abordados alguns fundamentos para plena compreensão da função do administrador, que deve agir de forma diligente, leal, informada e de boa-fé.

A lei prevê certos deveres desejáveis à atuação empresarial, dispostos nos arts. 153 a 157 da Lei das S.A. Caso esses deveres estabelecidos em lei sejam descumpridos, será possível ajuizar uma ação de responsabilidade em face do administrador.

Esse arcabouço jurídico tem importância para compreensão do regime de responsabilização dos administradores durante todo o exercício da gestão social, seja no cumprimento de suas obrigações, como no caso de divulgação de fato relevante, seja ao assumir riscos inerentes à sua atuação.

Além disso, o estudo dos deveres fiduciários será fundamental para melhor assimilar os pressupostos de aplicação da *business judgment rule*.

1.1 Os deveres fiduciários dos administradores de companhias

Os deveres fiduciários estabelecidos na Lei n. 6.404/1976 (Lei das S.A.) aparentam ser uma codificação dos padrões comportamentais advindos do *common law* norte-americano. Essas condutas, enquanto conjunto modelo de governança, destinam-se ao alcance dos interesses dos titulares do patrimônio gerido pelos administradores, bem como a melhores resultados para a companhia.

Os artigos 153 a 157 da Lei das S.A. estabelecem padrões de condutas de cumprimento obrigatório aos administradores de companhias, funcionando como verdadeiras balizas à atuação empresarial, sob pena de responderem pessoalmente por seus atos caso atuem com culpa, dolo ou com violação à lei ou ao próprio estatuto social da companhia.

Esses padrões são uma adequação dos *duty of care* e *duty of loyalty*⁵ norte-americanos, cujas noções foram importadas para o Brasil e codificadas na Lei das S.A (CORRÊA-LIMA, 2005, p. 181).

É importante ressaltar que o intuito desses deveres não é o de delimitar a atuação dos administradores, mas sim que observem esses padrões para atingir bons resultados. Isso porque os administradores possuem expertise na gestão da companhia e a eles compete dimensionar, assumir e rejeitar riscos inerentes ao negócio, sempre agindo de forma diligente

⁵ A tradução para o português mais recorrente do termo “*duty of care*” é “dever de diligência”, e do termo “*duty of loyalty*” é “dever de lealdade”.

e proba, a fim de distribuir os excedentes, na forma de dividendos, aos reais titulares do patrimônio: os acionistas.

A existência desses padrões de comportamento se justificam pelo vínculo existente entre administradores e companhia, qual seja uma relação fiduciária. Ou seja, nesse vínculo, os administradores são gestores de patrimônio alheio consubstanciado na figura da companhia. A princípio, o detentor dos ativos (fiduciante) têm apenas confiança de que o administrador (fiduciário) estaria envidando seus melhores esforços para o aumento de seu capital, tal qual um “homem de negócios” que age sob um padrão de conduta ético.

No entanto, a confiança depositada no fiduciário pelos fiduciantes não se mostrava suficiente para inibir desconfianças de mau gestão dos ativos. Devido a isso, surgiram os deveres fiduciários, com origem na jurisprudência anglo-saxônica e aplicados também por essa via.

No Brasil, há três dispositivos que funcionam como cláusulas gerais para os deveres especificados adiante na lei e neste trabalho: os artigos 115⁶, 116, parágrafo único⁷ e 117⁸.

⁶ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

⁷ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

[...]

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

⁸ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

O primeiro dispositivo (art. 115 da Lei das S.A.) trata do conflito de interesses interno à sociedade. Esse dispositivo representa um aceno aos agentes do mercado que tinham receio de que os administradores abusariam de sua posição de poder e da assimetria informacional naturalmente existente entre a companhia e os investidores para exercer seu direito de voto de forma interessada ou com o objetivo de causar dano à companhia.

Em que pese a motivação ter sido aparentemente um receio do público, a vedação ao abuso do direito de voto se aplica indistintamente a todos os acionistas, embora não seja na mesma intensidade entre eles.

O segundo (art. 116, parágrafo único) enuncia a ideia geral do que seriam os deveres fiduciários ao estabelecer o estrito cumprimento da função social da empresa conjugado com uma boa gestão empresarial, que abarca tanto deveres como responsabilidades para com o interesse social.

E, por fim, o terceiro dispositivo (art. 117) traz uma série de hipóteses em que restaria configurado o abuso de poder de controle. O abuso previsto no dispositivo pode ser entendido como a vedação ao uso do poder decisório confiado ao administrador à interesses que não em favor da companhia. Caso ocorra um ato de abuso de poder, o acionista controlador responderá pessoalmente pelo danos causados à companhia e aos demais acionistas.

Portanto, tais disposições representam claramente cláusulas gerais de comportamento, as quais refletem muitas das preocupações instintivas dos atuais e potenciais acionistas, antecedendo, pela ordem de dispositivos da lei, os deveres fiduciários em específico.

Os deveres fiduciários surgiram então como uma forma de balizar o comportamento dos administradores, não apenas para o aumento de capital dos acionistas, como também o aumento de valor da companhia como um todo, já que a companhia equivale mais que a soma de suas partes.

d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.

h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.

Essa concepção advém da teoria institucionalista do interesse social, que foi a escolha do legislador ao prever no art. 154 que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

O interesse social deve ser entendido como aquele determinado pela maioria dos sócios em busca da realização da finalidade social, o que abarca o “caminho”, ou seja, as atividades para a consecução do fim para que estão os acionistas reunidos, como também o lucro, que é o fim em si próprio (SILVA, 2007, p. 25).

Enquanto a finalidade das sociedades empresárias é primordialmente a obtenção de lucros, não se pode admitir que o administrador, figura que concentra as principais decisões negociais, atue de maneira abusiva.

Os artigos 153 a 159 da Lei das S.A. “formam o conjunto de regras de responsabilidade civil dos administradores cujo objetivo é resolver os conflitos de agência a eles relacionados” (COELHO, 2021, p. 886). Esses dispositivos funcionam como parâmetros a serem cotejados com o exercício da administração da companhia, tanto pelo conselho de administração quanto pelos membros da diretoria, a fim de averiguar se sua atuação é guiada por padrões de diligência, lealdade, cuidado, probidade e de paridade informacional.

Yazbek (2012) aponta algumas vantagens da adoção de cláusulas gerais:

“(…) as vantagens desse tipo de cláusula geral - em especial quando se está lidando com atividade empresarial - residem no fato de que, quando da sua adoção, o legislador não corre o risco da prescrição de comportamentos muito específicos, que poderiam se tornar datados ou se mostrar inadequados ante as diferentes situações concretas em que se encontrariam seus destinatários. Quando se remete a um modelo de conduta como aquele do art. 153 da lei acionária, se reconhece tanto que as práticas de boa gestão mudam com o tempo, como que elas podem ser distintas em diferentes empresas” (YAZBEK, 2012, p. 942).

O dever de diligência, está definido no art. 153⁹ da Lei das S.A. e constitui um parâmetro para a avaliação da conduta dos administradores, que devem agir de maneira informada, desinteressada e no melhor interesse da companhia.

De acordo com Nelson Eizirik (2015), o dever de diligência é o mais importante dos deveres fiduciários por “constituir, mais que um dever, a transposição de um princípio geral

⁹ Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

de direito, que sempre acompanha a execução de qualquer obrigação, para o âmbito da gestão das companhias.” (p. 115).

A avaliação da conduta dos administradores se concentra apenas no processo de tomada de decisão e não no resultado em si. Isso porque o administrador possui informações que não necessariamente se mostrarão vantajosas com o passar do tempo.

A avaliação da decisão com seus efeitos já aparentes influencia demasiadamente no exame de legalidade da gestão do administrador, o qual não contava com os resultados de cada opção para realizar a melhor escolha. Isso é corroborado inclusive pela jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em sede do PAS CVM n. RJ 2005/0097, a Diretora relatora Maria Helena Santana destacou que:

“O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas.

O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões.

Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores”.

Assim, o dever de diligência é, principalmente, um dever de meio e não de resultado, visto que o administrador agirá com diligência para alcançar o melhor resultado, mas sem garantia de que isso ocorrerá, pois o exercício empresarial naturalmente se submete a riscos, embora sejam tomados sempre em benefício da companhia. Como leciona Adamek (2009):

“(…) na realidade, o que os acionistas legitimamente **podem esperar e exigir, sim, é que os administradores atuem de forma idônea a cumprir com a finalidade lucrativa da companhia, mas não podem pretender responsabilizá-los por não terem feito fortuna.** Ou seja, os administradores não se obrigam a obter resultados econômicos positivos, senão a realizar atividade apropriada e voltada para esse fim”. (ADAMEK, 2009, p. 133).

Seria complicado, para dizer o mínimo, que o dever de diligência imposto aos administradores fosse um dever de fim, de evitar ilícitos, ainda mais considerando organizações de grande porte em um mercado globalizado. Por isso, é importante que haja um equilíbrio: os administradores devem respeitar os deveres fiduciários impostos a eles, de forma a não os limitarem na tomada de decisão e com escolhas que reflitam esses deveres, tanto no aspecto qualitativo quanto no quantitativo.

No caso das companhias abertas, os efeitos das decisões empresariais possuem relevância não somente *interna corporis*, mas no exterior da empresa. Informações falsas, balanços patrimoniais alterados, transparência e confiabilidade são fatores que influenciam o funcionamento da empresa interna e externamente.

A conexão das decisões empresariais ao estipulado no estatuto social é de suma importância para que os interesses da companhia sejam perquiridos e atingidos, como prevê o art. 154 da Lei das S.A.¹⁰ Esse dispositivo serve de orientação para atestar se o exercício das atribuições administrativas está sendo cumprido.

Embora não tenha condutas determinadas, o art. 154 serve de norteador da atuação dos administradores, pois suas ações não podem ser realizadas à conta de danos à companhia. Em que pese a atuação do administrador ser pautada pela busca do lucro – enquanto ocupa cargo executivo em uma sociedade empresária que, por definição, objetiva o lucro – este deve ser perquirido dentro dos limites permitidos pelo ordenamento.

Aliás, ao próprio administrador cabe o compromisso absoluto de realizar o interesse social, que não se confunde com o interesse dos acionistas e tampouco com o seu particular, visto que é órgão da companhia, tendo como função representá-la e não representar os anseios daqueles que o elegeram.

Se o administrador favorecer o interesse de um grupo de acionistas, controladores ou minoritários, que o elegeram, sua conduta será caracterizada como caso de desvio de poder, que abre espaço para uma ação de responsabilidade. O desvio de poder ocorre justamente quando “os administradores, embora observando formalmente os dispositivos da Lei das S.A. e do estatuto, deles afastam-se substancialmente, ao conduzir-se de forma a atingir finalidades diversas daquelas previstas nas normas legais e estatutárias.” (EIZIRIK, 2015, p. 129)

¹⁰ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Nesse ponto, a Lei das S.A., em seu art. 156¹¹, impede que os administradores participem de deliberações ou operações que seus interesses estejam em conflito com os da companhia. O conflito de interesses se subdivide em dois tipos: o formal e o substancial.

Há conflito de interesses formal quando a figura do administrador e a companhia são contratado e contratante. O conflito de interesses substancial configura-se quando a tomada de determinado ato for orientada por interesse exclusivamente individual.

Na hipótese de conflito de interesses formal, o executivo deve cientificar os demais administradores de seu impedimento, com especificação da natureza e extensão de seu conflito de interesse. Uma vez cientificada a sociedade, o administrador poderá fazer negócios com ela, desde que celebrados em condições razoáveis ou equitativas, conforme o §1º.

O administrador deve ser leal à consecução do interesse social, com atuação no interesse da companhia e preservando sigilo das informações empresariais que tiver conhecimento, conforme prevê o art. 155 da Lei das S.A.¹²

Principalmente no contexto das companhias abertas, o dever de lealdade é mais acentuado em relação aos administradores, já que são órgãos com competências funcionais cujas decisões não podem se basear em convicções pessoais.

Conforme Silva (2007, p. 19),

“(...) o dever de lealdade está relacionado com transações em que há: (i) conflito de interesse entre o administrador e a companhia, (ii) conflito de interesse entre companhias por terem administradores em comum; (iii) vantagem obtida indevidamente por administrador em oportunidades que pertenciam à companhia; (iv) administrador competindo com a companhia; (v) informações falsas ou indevidas aos acionistas; (vi) negociação do *insider*; (vii) abuso da minoria; e (viii) venda de controle”.

¹¹ Art. 156. 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.

¹² 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.

Isso porque o principal objetivo do dever de lealdade é evitar a auto negociação (*self-dealing transaction*) ou qualquer conflito de interesses com a companhia, visto que o administrador ocupa cargo que detém poder de decisão e discricionariedade em suas escolhas para a sociedade.

A partir da compreensão do dever de lealdade pode-se extrair a conclusão de que a gestão da companhia não pode ser plenamente exercida se o administrador não estiver ciente da importante tarefa de gerenciar informação relevante e o sigilo que eventualmente possa requerer a situação, sob pena de afetar negativamente a companhia.

Essas informações podem ser de cunho concorrencial, como também que visem a preservação do funcionamento do mercado de capitais e os interesses dos investidores. É essencial lembrar que os parágrafos do art. 155 dão especial importância ao sigilo de informações, o que pode ser entendido como desdobramento do dever de lealdade a obrigação do sigilo.

A propósito, logo no primeiro parágrafo, é estabelecida a obrigação de guardar sigilo de qualquer informação não divulgada que possa influir no preço das ações de emissão da companhia, sendo vedado utilizar-se dessa informação para obter vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Essa infração é conhecida como *insider trading* (art. 27-D da Lei n. 6.385/1976), na medida em que há a utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, a fim de transacionar antes de que tais informações sejam de conhecimento público (EIZIRIK, 2011, p. 554). Embora possua interseções com o gerenciamento de informação e o dever de sigilo, a infração não será abordada neste trabalho.

Eizirik (2015, p. 140) relata que o primeiro parágrafo do art. 155 foi adaptado da legislação sobre o mercado de capitais norte-americana para consagrar “o princípio do *disclose or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar). Assim, o administrador, na posse de informações relevantes, deve divulgá-las, a não ser que tal revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia”.

O caráter dos atos comissivos ou omissivos dos administradores pode gerar sérias consequências não apenas para a sociedade como para o administrador por ter descumprido os deveres assumidos e atribuídos a ele em virtude da função de órgão social e por seu vínculo com terceiros de boa-fé. Consequentemente, eventuais atos desleais praticados pelos administradores serão passíveis de responsabilização pelos danos daí decorrentes.

Aplicável especialmente aos administradores de companhias abertas, o dever de informar (art. 157 da Lei das S.A.¹³) é um dos desdobramentos do dever de lealdade. De acordo com Adamek (2009, p. 172), há duas modalidades de cumprimento do dever de informação: a primeira, por meio da prestação de informações aos acionistas; e a segunda, por meio da divulgação de fatos relevantes aos investidores do mercado de capitais.

A prestação de informações aos acionistas ocorre logo na assinatura do termo de posse, cabendo ao administrador declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular (*caput*, art. 157 da Lei das S.A.).

A segunda modalidade, por sua vez, não tem delimitação temporal para ocorrer como a primeira, pois é realizada no exercício da administração da companhia, ou seja, se dá de maneira permanente.

O dever de informar tem de ser cotejado com o dever de sigilo, conclusão extraída dos §§1º, alínea ‘e’ e 4º do art. 157. A própria Lei confere ao administrador, pessoa que detém mais conhecimento sobre a companhia, a faculdade de se recusar a prestar informação sobre fatos relevantes ocorridos na sociedade aos acionistas ou deixar de divulgá-las, caso entenda que a eventual divulgação oferecerá riscos ao interesse social da companhia.

No entanto, essas são exceções já que a regra do mercado é de *full disclosure* para qualquer fato relevante que diga respeito à situação econômica, financeira e negocial da companhia. A transparência de informações reduz o risco de atuação incompetente e desonesta dos administradores, bem como do aproveitamento de informações privilegiadas (EIZIRIK, 2015, p. 157).

O regime de transparência é benéfico não apenas para a administração da companhia, como também aos credores:

“para os credores, o *disclosure* também é fundamental, uma vez que lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios. Para o mercado, a informação também é essencial, uma vez que o conhecimento da situação financeira da companhia permitirá a “precificação” dos títulos por ela emitidos.” (EIZIRIK, 2015, p. 157).

¹³ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

A informação, seu caráter e seus possíveis efeitos à companhia são os principais elementos para analisar se a exceção ao *full disclosure* é legítima para escusar o administrador da ação de responsabilidade. Enquanto agente conhecedor da sociedade, o administrador é a figura competente e mais apta a julgar a gravidade da informação e o momento para divulgá-la em razão de seu profundo conhecimento de como melhor lidar com os eventuais efeitos negativos que essa informação pode vir a causar.

É inerente à condição de administrador a quantidade de atribuições e desafios, pois esse agente ocupa a importante função de exteriorizar a vontade social da companhia perante terceiros, bem como a de assumir obrigações e exercer direitos e atribuições (art. 144 e 158 da Lei das S.A.).

Com uma atuação marcada pela diligência, pelo cuidado e pelo dever informacional, a fim de atingir e desenvolver o interesse social, não haverá razão para responsabilização do administrador, como será demonstrado adiante.

1.2 O regime de responsabilidade dos administradores

Como se vê, são vários os deveres que guiam a *performance* dos administradores, os quais constituem balizas obrigatórias à autonomia privada de seus dirigentes. Esses deveres são normas cogentes, de cumprimento obrigatório, com sérias consequências para seu descumprimento.

A consequência jurídica para o descumprimento dos deveres fiduciários é a ação de responsabilidade em face do administrador. O *caput* do art. 158 da Lei das S.A.¹⁴ prevê que a expressão de “ato regular de gestão” seria o parâmetro a ser seguido para obstar a responsabilização civil do administrador. Contudo, essa expressão não aparece na lei em nenhum momento.

Conforme Adamek (2009), o “ato regular de gestão” deve ser entendido como o contrário do “ato irregular de gestão”. Esse antagonismo induz à pergunta de o que pode ser entendido como ato regular ou até mesmo à noção mais básica de quais seriam os atos cabíveis ao administrador. O professor então explica que:

¹⁴ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

“os únicos parâmetros válidos para aferição da regularidade do ato do administrado devem ser encontrados na lei ou no estatuto (ato-norma), segue-se que irregular será o ato de gestão praticado com violação da lei ou do estatuto; também o será o ato praticado fora dos limites das atribuições de seu cargo, já que semelhante atuação, por evidente, contrasta igualmente com a lei e com o estatuto.” (ADAMEK, 2009, p. 212)

Como visto, o agir diligentemente não enseja responsabilização pessoal do administrador (art. 158 da Lei das S.A.), exceto se houver prejuízo por atuação dentro de suas atribuições ou poderes com dolo ou culpa (inciso I); ou com violação à lei ou ao estatuto (inciso II).

A hipótese prevista no inciso I trata da modalidade subjetiva de responsabilidade, que faz alusão à culpa civil, entendida como “violação de um dever jurídico, abrangendo não só as condutas negligentes, imperitas ou imprudentes (culpa *stricto sensu*) como, também, os atos dolosos, aqueles praticados com o intuito deliberado de violar um dever jurídico” (EIZIRIK, 2015, p. 175).

Eizirik (2015, p. 176) entende que para a caracterização da culpa do inciso I deve-se recorrer ao *standard* do dever de diligência, a partir do qual será avaliada se a conduta do administrador apresenta incompatibilidade com o dever que dele se espera. Para comprovar o dolo, basta observar se o administrador, atuando dentro de suas atribuições, buscou deliberadamente prejudicar a companhia.

O inciso II prevê a hipótese de responsabilização objetiva, que prescinde de verificação de dolo ou culpa, ou seja, uma vez caracterizado o ilícito, há uma presunção relativa de culpa, com a consequente inversão do ônus da prova ao administrador.

Portanto, a diferença para promover a responsabilização prevista nos dois incisos reside nos requisitos a serem comprovados. Enquanto no inciso II será preciso comprovar os requisitos tradicionais de responsabilidade civil, quais sejam (i) a conduta antijurídica, que seria a própria violação aos deveres fiduciários, seja na modalidade omissiva ou comissiva, (ii) o dano experimentado pelo(s) lesado(s); e (iii) o nexo de causalidade que relaciona a conduta ao dano; no inciso I será preciso comprovar se o agente atuou com dolo ou culpa.

Ao unir todos esses requisitos em uma petição inicial de ação de responsabilidade, também será necessário indicar no curso da ação a conduta que seria a correta e a inadequação da conduta realizada em face dos deveres previstos em lei.

Outro ponto de destaque refere-se ao ônus da prova. A doutrina brasileira considera que em caso de violação à lei ou ao estatuto (inciso II), a culpa do administrador seria

presumida e, como consequência, o ônus de demonstrar a lisura da conduta realizada seria do administrador.

Além da instrumentalização da forma de se buscar a responsabilização do administrador e a reparação dos prejuízos causados, é igualmente importante saber quem possui legitimidade para propor a ação. O art. 159 da Lei das S.A.¹⁵ prevê que a companhia, após deliberação da assembleia geral, poderá propor a ação social (denominada ação social *ut universi*) ou até mesmo seus acionistas, desde que esses representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social (ação social *ut singuli*).

Para o que ora importa, a análise do art. 159 se centrará apenas no *caput* e em seu § 6º, pois uma parte da doutrina considera ser esse parágrafo a codificação da *business judgment rule*, objeto de estudo do presente trabalho.

O dispositivo prevê ao juiz a faculdade de reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. Em outras palavras, a aplicação da regra permite que o administrador seja exonerado de sua responsabilidade, caso o juiz esteja convencido de que agiu conforme o esperado (art. 159, §6º da Lei n. 6.404/1976).

A regra não se destina a avaliar o mérito da decisão, mas o processo decisório. Por isso, os deveres fiduciários previstos do art. 153 ao art. 157, parâmetros comportamentais desejáveis à atuação dos administradores, serão cotejados com a atuação em concreto para averiguar se houve violação a esses deveres.

Contudo, mesmo que o administrador porventura tenha causado danos à companhia em virtude de uma decisão tomada que ia ao encontro do interesse social, o juiz poderá exonerá-lo da responsabilização. Isso porque, os riscos são inerentes à atividade empresarial,

¹⁵ Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.

§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

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

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

sendo o administrador o agente competente para, enquanto órgão da sociedade, tomar decisões em conformidade com o interesse social, com base no seu conhecimento da sociedade que, *a priori*, é o mais adequado para tal.

Portanto, os deveres fiduciários servem de guia de caráter obrigatório para todo o período de gestão empresarial, o qual é repleto de obrigações e desafios.

Feito este panorama, é possível compreender o motivo de a diligência, a lealdade e a igualdade informacional serem pontos de referência para avaliação da conduta dos administradores de companhias.

2. Obrigação de divulgar fato relevante

Como abordado anteriormente, a principal função do mercado de capitais é servir de ambiente propício e regulado para destinação de capital do público disposto a investir nas companhias que compartilhem do mesmo esse interesse de forma eficiente.

Para isso, os investidores precisam de instrumentos hígidos que confirmem grau de confiança suficiente para alocar seu dinheiro onde julguem mais adequado.

Sendo o principal instrumento a prestação de informações verdadeiras e leais de forma contínua, foi estabelecida em lei e em resolução da entidade reguladora CVM a obrigação de divulgação de informações habituais e regulares, como também de qualquer fato ocorrido que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

É sobre a obrigação de divulgação de informações de caráter “relevante” que tratará o presente capítulo.

2.1 O conceito de “fato relevante” e a obrigatoriedade de divulgação

Como visto, a informação tem importante papel na administração de uma sociedade. A sua publicação não é somente uma obrigação, mas uma estratégia para controlar os custos de agência, pois permite aos agentes de mercado, com base na informação prestada, decidam em adquirir ações da companhia ou alienar sua participação.

Apesar da importância que a informação tem no contexto analisado, nem todos os dados são imprescindíveis ao mercado. O caráter da informação que ora importa é qualificada como “relevante”.

Apesar de o termo não ter sido cunhado expressamente como tal, sua origem remete à Resolução CMN n. 88 de 1968, que estabelecia como condição para o registro perante o Banco Central, necessário à época para negociação em bolsa, o compromisso de revelação ao público de qualquer circunstância que afetasse os preços dos títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia ou que influenciasse as decisões dos investidores.

Com o passar do tempo e a mudança da estrutura administrativa brasileira, a Lei das S.A. veio a tratar expressamente da matéria no art. 157, §4º ao determinar aos administradores a imediata e obrigatória comunicação à bolsa de valores e à imprensa qualquer deliberação ou fato relevante ocorrido no âmbito da companhia que possa influir na decisão dos investidores.

No âmbito administrativo, a CVM regulamentou o tema por meio de Resoluções sendo a mais recente a Resolução n. 44/2021, que revogou a Instrução n. 358/2002, para incluir disposições sobre a prática de *insider trading* e assuntos relacionados.

O art. 2º da Resolução CVM n. 44/2021 possui redação bem parecida com o art. 157, §4º da Lei das S.A. ao definir que

“(…) considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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; ou

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII – transformação ou dissolução da companhia;

IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;

X – mudança de critérios contábeis;

XI – renegociação de dívidas;

XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;

XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e
XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia”.

A partir da leitura combinada dos arts. 157, §4º da Lei das S.A. e do art. 2º da Resolução n. 44/2021, resta claro que apenas informações relevantes, nos termos da Lei e da Resolução, são pertinentes à CVM.

Assim, o adjetivo “relevante” pode ser atribuído a todo fato (referido na lei em *lato sensu*, o que também abrange atos) que tenha o potencial de afetar, de modo ponderável, a decisão de investidores do mercado em relação à compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia. Assim entendem Eizirik *et al* (2011):

“(…) o critério fundamental para configurar um fato relevante, contudo, não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa da Instrução CVM nº 358/02, mas em saber se ele é capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, a intenção dos investidores de comprá-los ou vendê-los ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de seus titulares” (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 559).

Ocorrido algum fato relevante, essa informação deverá ser encaminhada pelo Diretor de Relações com Investidores, a quem cumpre, aprioristicamente, promover a divulgação das informações (art. 3º da Resolução CVM n. 44/2021), à CVM e às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

Embora a lei se refira genericamente à figura do administrador para a divulgação de fatos relevantes, todos os membros do conselho de administração e/ou os diretores da companhia são igualmente submetidos a essa obrigação (art. 145 da Lei das S.A.¹⁶).

Caso não divulgado um fato não considerado “relevante” e, mesmo após isso, a CVM avaliá-lo como tal, o administrador terá violado seu dever, o que acarretará sua

¹⁶ Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

responsabilização civil e administrativa, conforme arts. 158 e 159 da Lei das S.A. e arts. 9º e 11 da Lei n. 6.385/1976.

Além da avaliação da informação e seu enquadramento como “relevante” nos termos explorados acima, é perceptível que a importância da informação é alicerçada no comportamento do investidor e o potencial de influência da informação uma vez divulgada ao mercado.

De acordo com a redação da lei, o investidor é figura que engloba os titulares de valores mobiliários e os potenciais investidores, cujas decisões variam entre comprar, vender e até mesmo exercer o direito de bônus de subscrição ou conversão de debêntures em ações, embora não especificado na lei (MOTA, 2013, p. 124).

O grau de influência das informações é delimitado assim como a classificação de “relevante” para os fatos ocorridos no âmbito da companhia. Em outras palavras, nem toda influência gerada ao mercado representará uma preocupação para o administrador. Isso porque, naturalmente, toda informação nova influencia no comportamento dos investidores, embora varie na proporção. Assim, para aferir o grau de influência da informação a única maneira aparenta ser examinar seus efeitos *a posteriori*, quando já divulgada.

Para a divulgação, deverão ser observadas as variáveis do tempo, modo e lugar para promover o grau necessário de *disclosure* ao mercado.

O tempo de divulgação do fato relevante não é especificado na lei, apenas que deve ser “imediato”, observando a recomendação de que a divulgação ocorra em horário no qual os títulos não estejam sendo negociados, ou seja, antes ou depois do pregão (art. 5º da Resolução CVM n. 44/2021¹⁷).

O tempo é fator determinante quando se trata de divulgação de fato relevante. Os efeitos serão graves ou moderados e o impacto poderá ser abrupto ou diluído no tempo a

¹⁷ Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§ 1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deve ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores pode solicitar, sempre simultaneamente às entidades administradoras dos mercados, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.

depende do caráter da informação e do momento de ocorrência do fato em relação ao seu momento de divulgação ao mercado.

Como a redação do texto a ser divulgado ao mercado demandará algum tempo, o termo “imediato” pode ser entendido como “assim que possível”, considerando o espaço de tempo razoável para a elaboração do documento que descreverá o fato relevante, visto que tampouco há um limite máximo de tempo como em outras jurisdições (MOTA, 2013, p. 170).

Nesse ponto, incumbe a cada país estabelecer o tempo em que a divulgação deve ocorrer ou até mesmo o limite de tempo máximo que a companhia dispõe para tornar público o fato relevante, sob pena de ação de responsabilidade. Conforme a análise comparativa feita por Mota (2013), entre as legislações internacionais analisadas, apenas os Estados Unidos e o Canadá definiram como regra o tempo máximo para divulgação: enquanto o primeiro estabelece vinte e quatro horas, o segundo prevê a divulgação em até dez dias após o ocorrido.

As demais legislações analisadas, que incluem representantes de todos os continentes exceto a África, direcionam a divulgação do fato relevante “o mais rapidamente possível”, bem como a CVM regulamenta.

Assim, o que se observa dessa análise é a inexistência de um tempo padrão, sendo o caso concreto o substrato mais importante para avaliar se houve negligência, má-fé ou violação aos deveres fiduciários, hipóteses que poderiam ensejar a responsabilização dos agentes competentes por não terem divulgado a informação.

Conforme o §5º do art. 3º da Resolução CVM n. 44/2021¹⁸, a divulgação deve ser feita “de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor”. Por isso, o conteúdo do fato relevante tem de passar por uma delicada e atenciosa elaboração, cuja redação se atentará para reservar dados sensíveis e sigilosos que não tenham pertinência ao mercado, bem como terá de ser cautelosa para que o conteúdo não seja extremamente raso.

Na prática, os fatos relevantes divulgados ao mercado possuem uma legibilidade difícil, de acordo com um estudo econométrico realizado por Tibúrcio e Fernandes (2009) acerca das divulgações de fato relevante ocorridas entre 2002 a 2006.

¹⁸ Art. 3º Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

[...]

§ 5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no § 8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

Para averiguar o nível de legibilidade, o estudo foi realizado sob o método de Flesch, utilizando as variáveis de (i) quantidade de letras, (ii) palavras, (iii) sentenças; (iv) número médio de sentenças por parágrafo; (v) número médio de palavras por sentença; e (vi) número médio de letras por palavras (p. 150).

O resultado dos 4.533 fatos relevantes analisados obteve a média igual a 27, que corresponde a uma legibilidade difícil. Nesse universo, somente 10% dos fatos relevantes verificados possuíam uma legibilidade fácil ou muito fácil (TIBÚRCIO & FERNANDES, 2009, p. 151).

Ao restringir a origem dos fatos relevantes a uma só companhia, Reis Bernardes *et al* analisou a legibilidade dos fatos divulgados pela Vale S.A. de 2012 a 2016. Uma das conclusões alcançadas foi que entre os 60 fatos reportando cenário otimistas e os 41 reportando cenários pessimistas, a média de legibilidade era maior entre os fatos relevantes positivos.

De acordo com esses estudos ilustrativos, há inclusive diferenças de legibilidade conforme os cenários relatados pelos fatos relevantes, em patente descumprimento à determinação da CVM de uma redação clara, precisa e em linguagem acessível ao público investidor. Ao comprometer a compreensão dos atuais e potenciais acionistas, ocorre uma distorção no mercado com efeitos que, por vezes, acabam por não refletir corretamente o cunho da informação disponibilizada no valor da companhia.

Importa esclarecer também o lugar de divulgação do fato relevante. De acordo com o art. 157, §4º da Lei das S.A., “os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação ou fato relevante”, enquanto o *caput* do art. 3º da Resolução CVM n. 44/21¹⁹, dispõe que caberá ao Diretor de Relações com Investidores o envio à CVM de qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios.

Portanto, como visto pela redação da lei, é obrigatória a divulgação de fato relevante, tanto ao mercado, por meio da imprensa, quanto à CVM.

¹⁹ Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

As variáveis tempo, modo e lugar asseguram o desenvolvimento de um mercado eficiente, vez que proporciona ao público dimensionar o risco patrimonial a que estarão submetidos com base na repercussão do fato e nas informações fornecidas pela companhia.

Como visto, a informação é uma ferramenta garantidora de hígidez para ambas as pontas da relação travada no ambiente do mercado de valores. De um lado os investidores, fazendo suas escolhas conscientes e informadas e, de outro, a companhia, empregando os recursos disponibilizados para perseguir sua vontade social, ao passo em que cumpre sua obrigação de *full disclosure* ao refletir todos os acontecimentos externos nas informações prestadas ao mercado e, conseqüentemente, no preço de suas ações.

2.2. Exceção à divulgação de fato relevante

Em que pese a obrigatoriedade da medida, existe uma exceção à regra, que está prevista no §5º do art. 157 da Lei das S.A.²⁰ e nos arts. 6º e 7º da Resolução CVM n. 44/2021²¹ que faculta aos administradores se recusarem de prestar informações ou deixar de divulgá-las, se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

A CVM ocupa papel importante nesse ponto porque cabe a ela decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, desde que haja pedido formulado pelos administradores ou por qualquer acionista.

O § 5º do art. 157 mencionado acima é de extrema relevância para este trabalho porque trata justamente da exceção que dá azo ao questionamento que será abordado mais adiante, isto é, se o administrador possui algum nível de discricionariedade no momento de divulgação de fato relevante.

²⁰ § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

²¹ Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do *caput* do art. 6º.

Por ora, a conclusão a que se pode chegar é a de que o legislador parece ter estipulado essa exceção à regra para conferir ao administrador algum nível de discricionariedade, posição que vai ao encontro de essencial função do órgão: o gerenciamento de riscos.

A previsão de resultados positivos é uma expectativa justa dos acionistas e até mesmo do administrador ao assumir um risco empresarial. Contudo, quando da tomada de decisão, não há clareza suficiente para determinar qual escolha terá efeitos positivos, cabendo à análise para a tomada de decisão ser profunda o suficiente para investigar a mais conveniente à consecução do interesse social. Da mesma forma, não há como o administrador prever de antemão consequências negativas da decisão, pois, igualmente, estão fora de sua alçada.

A exceção do dever de divulgar constitui também uma ressalva ao dever de guardar sigilo cabível aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, além dos empregados da companhia (art. 8º da Resolução CVM n. 44/2021²²). Este é mais um reflexo do dever fiduciário de sigilo previsto na Lei das S.A. e tratado no capítulo anterior.

2.3. Consequências do descumprimento de divulgação de fato relevante

Percorrida a obrigação de divulgação de fato relevante e todas as suas peculiaridades, cabe agora discorrer sobre as consequências de seu descumprimento, ocorrida, obviamente, fora de todas as balizas apresentadas no subcapítulo anterior.

Conforme já abordado neste trabalho, o administrador (referido genericamente pela lei) deve cumprir uma série de deveres para caracterizar uma atuação diligente. Caso essas obrigações sejam descumpridas, mediante dolo ou culpa ou violação à lei ou ao estatuto, o agente estará sujeito à ação de responsabilidade, a ser promovida pela própria companhia, após deliberação em assembleia-geral, ou pelos acionistas, desde que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.

Embora tenha respaldo legal, a responsabilização civil dos administradores não se mostra tão utilizada no Brasil como nos Estados Unidos, por exemplo. Isso porque “os

²² Art. 8º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

investidores que eventualmente utilizem o sistema judicial brasileiro para buscar o ressarcimento de suas perdas têm apenas duas certezas: o tempo de espera para a resposta é demasiadamente longo e a decisão final completamente imprevisível.” (PRADO, 2016, p. 4).

De acordo com Prado (2016), são dois os pontos representantes do desincentivo ao ajuizamento de ações coletivas: “a falta de expertise de julgadores no funcionamento do mercado de valores mobiliários e o tempo necessário para se chegar a uma decisão final.” (p. 35). Além disso, as ações coletivas brasileiras recebem críticas por terem altos custos e dúvidas sobre a capacidade efetiva de ressarcimento dos prejudicados, ao contrário da prática norte-americana em que prepondera essa forma de ressarcimento.

No contexto brasileiro, a responsabilização pela via administrativa se mostra como o mecanismo mais difundido justamente pelos óbices que a responsabilização civil e um ressarcimento efetivo encontram. A diferença mais aparente reside nos objetivos e consequências de cada espécie: a CVM conduz pela via administrativa um processo de responsabilização contra o administrador e que culminará em advertência ou multa, enquanto na responsabilização civil o que se busca é, principalmente, o ressarcimento pelos danos sofridos decorrentes da atuação do administrador.

No âmbito administrativo, a CVM poderá impor aos infratores da Lei de Valores Mobiliários (Lei n. 6.385/1976), da Lei das S.A. e de suas resoluções e outras normas legais, cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, as penalidades de (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal por até vinte anos e outras estabelecidas no art. 11 da Lei n. 6.385/1976.

Em resumo, o caminho mais percorrido é o que culmina em sanção e não em ressarcimento em razão dos óbices encontrados.

Alternativamente, há um instrumento que proporciona a possibilidade de ressarcimento de prejuízos na esfera administrativa, o que parece representar o meio termo dos principais custos de ambos os modelos (responsabilização civil e administrativa), pois conjuga celeridade e potencial ressarcimento dos danos causados.

O termo de compromisso²³ trata-se de instrumento consensual celebrado entre a CVM e o agente do mercado após análise de conveniência e oportunidade, por meio do qual o

²³ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e

procedimento administrativo é suspenso em troca do compromisso de que o agente cessará a conduta investigada e corrigirá as irregularidades apontadas, inclusive mediante indenização de prejuízos (PRADO, 2016, p. 38).

Ante o exposto neste capítulo, é possível concluir que, apesar da obrigatoriedade de fornecer informações ao mercado em nome do *full disclosure* que rege o mercado de valores mobiliários, o art. 157, §5º confere ao administrador certo grau de discricionariedade para decidir em que momento divulgar a informação relevante.

Não se trata de uma saída estratégica à obrigação de divulgar, mas exercício de discricionariedade por parte do administrador que, em tese, possui melhores condições de avaliar os riscos do momento de divulgação e seus efeitos.

Apesar da obrigatoriedade, circunstâncias que ameacem interesse legítimo da companhia são exceções à regra de divulgação de fato relevante, momento em que o administrador exerce sua discricionariedade, pois decide o momento adequado para divulgação dentro de uma janela de tempo razoável.

Em situações como essas não se aplicam as sanções previstas no art. 11 da Lei n. 6.385/1976 justamente por configurar ato regular de gestão do administrador que, por retardar a divulgação, protegeu o interesse social da companhia.

É sobre esse ponto específico que tratará o capítulo seguinte.

regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:

- I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

3. A *Business Judgment Rule*

Neste capítulo, será abordada a origem, conceito e possível recepção pelo ordenamento brasileiro da regra estrangeira da *business judgment*²⁴. Feito esse panorama, serão recapituladas as premissas estabelecidas em cada conclusão dos capítulos anteriores a fim de estabelecer bases sólidas para responder à pergunta de pesquisa.

3.1 Origem e recepção pelo ordenamento brasileiro

Percorrido todo o regime legal de responsabilidade e suas consequências, tendo como base os deveres fiduciários e as obrigações decorrentes do exercício da companhia, a pergunta a que este trabalho propõe responder é se o administrador possui alguma margem de discricionariedade para decidir como e em que momento divulgará fato relevante.

Para responder a esta pergunta, será necessário percorrer por algumas definições e analisar as disposições da própria lei.

Como visto nos capítulos anteriores, no âmbito das atribuições dos administradores de sociedades há uma série de deveres a serem seguidos, tais como o de diligência, lealdade, informação, boa-fé e, caso descumpridos, o administrador será responsabilizado.

Sob uma perspectiva mais elementar, cabe ao administrador, enquanto órgão da companhia, tornar presente a vontade da pessoa jurídica, representando-a interna e externamente. Justamente por funcionar como um órgão social, cujas funções são únicas e indelegáveis, a relação entre o administrador e a companhia não possui natureza contratual, mas, sim, extracontratual, pois não decorre da infração ou inadimplemento de um contrato, mas de um dever legal.

Conforme já exposto, a redação do art. 158 da Lei das S.A. autoriza a responsabilização do administrador pelos prejuízos que causar dentro de suas atribuições, com dolo ou culpa; ou com violação do estatuto ou da lei. Considerando que os padrões de conduta estão codificados na Lei das S.A., sua violação e eventual ressarcimento dos danos causados será discutida no Poder Judiciário.

Nesse âmbito, a *business judgment rule* é uma construção jurisprudencial desenvolvida nos Estados Unidos, onde foi utilizada pela primeira vez como forma de não

²⁴ A tradução para o português mais recorrente do termo “*business judgment rule*” é “regra da decisão negocial”. Contudo, o uso do termo em inglês é recorrente na prática do direito empresarial, razão pela qual este trabalho não utilizará a tradução.

adentrar ao mérito da decisão empresarial sob análise no julgamento do caso *Percy v. Millaudon*, que data de 1829, pela Suprema Corte de Louisiana²⁵.

Até mesmo por sua tradição liberal em que predomina a não ingerência estatal nos negócios privados, a *ratio* da regra é a de “proteger a discricionariedade decisória de administradores bem intencionados, eximindo-os do dever de indenizar por eventuais prejuízos gerados à companhia” (PARGENDLER, 2015, p. 2).

Nesse contexto, a regra do *business judgment* foi se desenvolvendo nos Estados Unidos. Em sede do caso *Aronson v. Lewis* em 1984 julgado pela Suprema Corte de Delaware, por exemplo, a ação foi movida por um acionista da *Meyers Parking System Inc.* em face dos diretores da companhia, cuja acusação era má gestão de ativos. Como o diretor Sr. Fink era fundador e acionista de quase metade da companhia, alegou-se que ele supostamente teria escolhido a dedo os demais diretores em contrapartida de um contrato de trabalho de cinco anos, um vultoso salário, bônus e outras regalias.

Em julgamento, *Judge Moore* rejeitou as alegações feitas sob o fundamento de que o requerente não demonstrou o caráter supérfluo de eventual demanda contra a decisão tomada perante o *board*. Considerou, portanto, que a *business judgment rule* era aplicável, vez que a decisão teria sido realizada de forma informada, honesta e de boa-fé.

A partir desse momento, os demais tribunais norte-americanos passaram a aplicar a regra. Apesar da inegável contribuição das cortes estadunidenses para consolidação do instituto na jurisprudência, foi em Delaware, cidade conhecida por sua expertise em direito societário, que houve a definição e maior índice de aplicação da regra.

Embora seja uma regra originada no *common law* norte-americano, cuja fonte primária do direito é a jurisprudência, há esforços para sua positivação. O *American Law Institute* elaborou os fundamentos básicos da *business judgment rule* e os dispôs na seção §4.01 (c) dos Princípios de Governança Corporativa.

A regra se aplicará ao conselheiro-administrador ou diretor que (i) atuar de boa-fé na tomada de decisão, em cumprimento ao dever de diligência e desde que não seja parte interessada no mérito da decisão do negócio a ser celebrado; (ii) informar-se sobre o assunto a ser decidido e acreditar ser razoável e apropriado o conhecimento de que está munido; (iii) acreditar que a decisão negocial está de acordo com os melhores interesses da companhia²⁶.

²⁵ *Condensed reports of case in the Superior Court of the Territory of Orleans and in the Supreme Court of Louisiana. New Orleans: E. Johns & Co., Stationer's Halls, 1840. v. 4. p. 432-435. Disponível em: <https://archive.org/details/condensedreport02courgoog/page/n449/mode/1up>. Acesso em 19 jan. 2023.*

²⁶ § 4.01 (c) *A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:*

A exegese da *business judgment rule* é explicada por Johnson (2000, p. 628-633) na medida em que tece críticas quanto à aparente confusão entre os conceitos de padrão de conduta e padrão de responsabilização adotada pelo *Model Business Corporation Act* e pelos *Principles of Corporate Governance*. Para ele, o dever de diligência seria um padrão de conduta, que não se confundiria com a *business judgment rule* (padrão de responsabilização): enquanto aquele define a maneira como o administrador deve se portar na condução da atividade empresarial, a regra constitui uma política de não-revisão judicial, sendo a presunção de cumprimento dos deveres fiduciários seu efeito.

Nadalin (2015, p. 61) sintetiza o entendimento de Johnson da seguinte forma: “[a *business judgment rule*] não se trata de uma presunção (presunção é o seu efeito), mas sim de uma política de não interferência judicial.

Com efeito, os padrões de conduta, tais como os de diligência, boa-fé, informação, lealdade e desinteresse, também são requeridos pelo ordenamento brasileiro. Entretanto, existem algumas divergências doutrinárias quanto à positivação e aplicação desse instituto no ordenamento brasileiro, devido à tradição de cada país (*common law* e *civil law*) e pela própria redação que não reflete os mesmos termos da regra norte-americana.

De acordo com Pargendler (2015, p. 2), o termo cria “uma presunção *juris tantum* de que ‘ao tomar uma decisão empresarial, os membros do *board of directors* de uma sociedade anônima agiram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia’”. Isto é, a regra tem como pressuposto que os deveres fiduciários foram cumpridos, evitando um constante questionamento da decisão dos administradores e estendendo uma proteção ao agente e à decisão em si.

No ordenamento brasileiro, que privilegia como fonte primária do direito os códigos, não há consenso doutrinário quanto a uma possível codificação da *business judgment rule*. Pargendler (2015), por exemplo, entende que a regra foi cunhada no art. 159, §6º da Lei das S.A.²⁷:

“(…) corretamente entendido, o art. 159, § 6º, consagra verdadeira *business judgment rule* à brasileira. A similitude guardada com a *business judgment rule* reside sobretudo na *ratio* comum: tutelar as decisões empresariais tomadas de forma honesta e bem intencionada, ainda que venham a se

(i) is not interested in the subject of the business judgment;
(ii) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and
(iii) rationally believes that the business judgment is in the best interest of the corporation.

²⁷ § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

mostrar prejudiciais ou equivocadas *a posteriori*, pelas razões identificadas à exaustão pela doutrina e jurisprudência norte-americanas. Como explicitamente referido na exposição de motivos da Lei das S.A., o regime legal destina-se a ‘orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos’.” (PARGENDLER, 2015, p. 5)

A autora defende que, embora a regra tenha sido positivada, em seu sentir no art. 159, §6º da Lei das S.A., existem diferenças em relação à regra cunhada pelos norte-americanos, que são sistematizadas abaixo:

- (a) “enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;
- (b) a regra do art. 159, § 6º, 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, § 6º, 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, § 6º, 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*).” (PARGENDLER, 2015, p. 5)

Não obstante todas essas distinções, isso não impediria o reconhecimento do referido dispositivo como a *business judgment rule* ‘tropicalizada’ (PARGENDLER, 2015, p. 5).

Eizirik (2015, p. 126) se mostra de acordo com essa mesma proposta de reconhecimento da regra na Lei das S.A.:

“(…) o artigo 159, §6º, inequivocamente consagrou a *business judgement rule* ao proteger o administrador quando se constatar que agiu de boa fé e visando a atingir os melhores interesses da companhia. A regra, tal como interpretada, permite ao aplicador da lei, seja na esfera judicial, seja na esfera administrativa, dar maior concretude ao standard do dever de diligência, uma vez que possibilita a sua aferição diante de casos concretos”.

Em contraposição ao entendimento da recepção da *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro, Adamek (2009, p. 287) entende não ser esse o caso, pois a regra e a exclusão de responsabilidade prevista no próprio dispositivo tratam-se de hipóteses distintas visto que, ao aplicar o dispositivo,

“(…) o juiz já avançou até o ponto de considerar o administrador culpado (ou seja, já ultrapassou as etapas de verificação da ilicitude e culpabilidade do agente, estabelecendo-as no caso concreto), mas, ainda assim, decide isentar os agentes do dever de indenizar. A exclusão, portanto, ocorre *a posteriori*: todos os elementos do suporte fático são preenchidos, dá-se a incidência da regra e surge o dever de indenizar, mas, por intervenção do juiz, o administrador é isentado do dever de reparar o dano”.

O trecho acima demonstra que o exame de ilicitude e culpabilidade é completamente desnecessário nos casos de aplicação da *business judgment rule* e, por isso, a regra não é compatível com o disposto no art. 159, §6º da Lei das S.A. A regra de origem anglo-saxônica funciona como uma presunção de cumprimento dos deveres fiduciários pelo administrador. Ora, se há presunção de que tudo está em ordem, não há por que analisar se o agente cometeu infração e tampouco sua culpabilidade.

Além disso, o §6º menciona que o administrador deverá convencer o juiz de que sua atuação foi marcada pela boa-fé e no interesse da companhia. Se houvesse presunção, o administrador não precisaria demonstrar esses requisitos ao juiz.

Bulgarelli (1999, p. 185), traz outra perspectiva igualmente negativa do dispositivo:

“(…) infeliz foi a Lei das Sociedades Anônimas, ao conceder um verdadeiro *bill* de indenidade aos administradores culposos, no §6º do art. 159, dispondo que: “O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Pela sistemática geral do direito das obrigações, são fatores excludentes de responsabilidade apenas a “força maior” e o “caso fortuito”; agora, devem ser acrescidos, em tema de sociedade anônima, também a “boa-fé” e o “fim visado”. Seria ridículo, não fosse triste, e parece mesmo ser ambas as coisas, tal dispositivo, que ensejará por certo, tendo em vista a tendência sempre benévola dos nossos magistrados, que nenhum administrador de companhia, de ora em diante, venha a ser responsabilizado”.

A rejeição à ideia de codificação da regra por meio do art. 159, §6º é defendida por parte da doutrina. Esse segmento, que encontra Marcelo Vieira von Adamek como um de seus expoentes, sustenta que a recepção da *business judgment rule* se deu por meio do art. 158, *caput*²⁸. Nesse dispositivo, estão presentes todos os pressupostos para aplicação da regra,

²⁸ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto

quais sejam a ocorrência de uma decisão negocial, amparada nos deveres de diligência; lealdade; e boa-fé.

A menção às “obrigações” contraídas pelo administrador em virtude de “ato regular de gestão” deixa claro que o dispositivo trata da hipótese de ocorrência de decisão negocial. Logo, avançando na leitura do dispositivo, quando da tomada de decisão, o administrador não será pessoalmente responsável, desde que atue de acordo com os *standards* de conduta.

Por “ato regular de conduta”, entende-se que a atuação do administrador está em conformidade com a previsão legal e estatutária, em cumprimento aos deveres fiduciários abordados no capítulo 1 deste trabalho.

Aliás, nesse ponto, é importante distinguir os padrões de conduta estabelecidos nos arts. 153 a 157 da Lei das S.A. da *business judgment rule*. Os padrões de conduta representam uma diretriz genérica que orienta o padrão comportamental a ser desempenhado. A *business judgment rule* funciona como um padrão de revisão, ou seja, é um parâmetro a ser utilizado pelos tribunais quando do julgamento de condutas realizadas pelos agentes econômicos. A forma de utilização é cotejar o parâmetro de revisão com a conduta adotada (BRANSON, 2002, p. 1).

Ante a sistematização da posição doutrinária realizada acima, é possível afirmar que a *business judgment rule* foi positivada no ordenamento jurídico brasileiro em alguma medida, embora não seja uma reprodução perfeita.

A diferença entre as regras é mais aparente quanto ao procedimento: nos EUA, a regra funciona como uma presunção de que os administradores observaram seus deveres de diligência e lealdade ao tomar uma decisão, embora tenha ocorrido prejuízo, que igualmente será abarcado pelo guarda-chuva protetor da *business judgment rule*, impedindo o administrador de ressarcir aquela perda aos acionistas.

Essa presunção só será afastada caso a parte contestante da decisão apresentar fatos que gerem dúvidas em relação à eventual infração dos deveres fiduciários. Se a dúvida prevalecer, a ação é recebida e o mérito levado a julgamento, caso contrário, a ação é arquivada.

Assim, o ônus de comprovar a infração é de quem move a ação, em um primeiro momento. Invertendo-se o ônus da prova, hipótese na qual há fortes indícios de violação demonstrados pelo autor, cabe ao administrador provar que o alegado não ocorreu e que agiu de forma inteiramente justa (doutrina do "*entire fairness*") (ANDRADE DE SÁ, 2018, p. 7).

Quanto ao ponto em comum, é possível afirmar que em qualquer decisão negocial que seja aplicada a *business judgment rule* e sua forma brasileira o Judiciário e o órgão regulador (no Brasil, a CVM) não adentrarão em seu mérito, mas apenas no caminho que se percorreu para chegar ali (BRIGAGÃO, 2014, p. 105).

Assim, a *business judgment rule* parece estar verdadeiramente codificada no direito brasileiro no art. 158, *caput*, ainda que não à maestria.

3.2. O papel da *Business Judgment Rule* na divulgação de fato relevante

Feito este panorama, resta claro que a aplicação da *business judgment rule* é amparada legal e jurisprudencialmente, tornando-se necessária aos conflitos decorrentes da atuação de administradores que, munidos de informações e em cumprimento de seus deveres fiduciários, naturalmente se submeterão a riscos que revelarão seus resultados, positivos ou negativos, somente com o passar do tempo.

Em verdade, a possibilidade de ser responsabilizado pelos riscos tomados no melhor interesse da companhia representa um desincentivo aos agentes que pretendem ocupar essa posição. Evidentemente, para que se possa decidir, é preciso que se apresentem vários caminhos, de onde o administrador poderá exercer sua discricionariedade.

Por ser cercada e simultaneamente submersa por riscos, a gestão empresarial se mostra uma posição desafiadora. Portanto, a regra não se trata de uma saída estratégica de eventual responsabilização, mas verdadeiro exercício de discricionariedade, o que promove benefícios para a companhia, acionistas e mercado.

A seguir está um resumo das premissas defendidas até agora neste trabalho que serão de fundamental importância para a conclusão mais adiante.

Inicialmente, para se compreender a conclusão deste trabalho é preciso reconhecer que o mercado é um sistema regido por informações, boas e más, que influenciam a decisão do público a investir ou alienar sua participação na companhia de que seja acionista.

Justamente por isso, cabe ao administrador, enquanto órgão responsável por concretizar a vontade social, o cumprimento de deveres que assegurem uma boa gestão empresarial, informando ao mercado acontecimentos da forma mais fidedigna e leal possível.

Com o objetivo de garantir uma atuação honesta e confiável, a lei e eventualmente o estatuto social preveem deveres e obrigações a serem cumpridos, sob pena de os

administradores serem pessoalmente responsabilizados pelos danos que vierem a causar durante sua gestão.

No entanto, a gestão empresarial naturalmente se submete a riscos. Se cada decisão tomada que se revele posteriormente prejudicial à sociedade ensejar a responsabilização pessoal de seus agentes, isso representaria um enorme desincentivo a que pessoas ocupem essa função.

Dessa forma, a lei de sociedades por ações brasileira fez uma adaptação do instituto estrangeiro da *business judgment rule* no art. 158, *caput* como forma de proteger os administradores e a decisão tomada, em um primeiro momento, de eventual ação de responsabilidade.

Considerando a obrigatoriedade de divulgação de fato relevante tratada no capítulo 2 e o mecanismo da *business judgment rule* descrito ao longo deste capítulo, é possível afirmar que esta regra é aplicável àquela circunstância?

Melhor dizendo, diante de norma cogente como a Lei das S.A. que, em tese, a medida a ser tomada é cumprir o ali disposto, pode o administrador exercer sua discricionariedade para decidir o que e em que momento divulgar fato relevante? Se sim, ele sofrerá alguma sanção?

Com base na análise realizada até aqui, é possível afirmar que sim.

Em razão da relevante posição que ocupa, que muito decorre da característica de órgão da companhia de concretizar a vontade social, o administrador goza de discricionariedade para tomar decisões, inclusive do conteúdo e momento de divulgação de fato relevante.

Aliás, é a própria lei que lhe confere a possibilidade de se recusar de prestar informação e de divulgação, obrigações previstas em lei, caso entendam que sua comunicação porá em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, §5º).

Inexiste na lei e na Resolução CVM n. 44/2021 um lapso temporal específico para divulgação de fato relevante, apenas o termo “imediato” que, como abordado no capítulo 2, pode ser entendido como “assim que possível”. E isso parece ter sido estabelecido intencionalmente, pois é de conhecimento geral que a volatilidade do mercado é um importante fator a se ponderar na negociação de valores mobiliários em bolsa. Isso tem especial destaque, já que divulgações indiscriminadas de informações que sequer são relevantes ao investidor podem ocasionar mais perdas que ganhos, em decorrência da oscilação imprecisa e constante dos valores.

Para mais, a exceção à divulgação imediata (art. 6º, *caput* da Resolução CVM n. 44/2021) poderá ocorrer “se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.” Esse dispositivo está em total consonância com o art. 157, §5º da Lei das S.A., que igualmente excepciona o administrador da imediata prestação e divulgação de informação.

Embora assim se possa entender, fazer qualquer distorção da norma, aproveitando-se das exceções previstas na Lei das S.A. e na Resolução CVM n. 44/2021 a fim de obter vantagem, é patentemente proibido. A exceção somente será operada quando a informação tiver o potencial de colocar em risco interesse legítimo da companhia e não caprichos do administrador e acionistas em uma tentativa de ludibriar a CVM e se beneficiar das flutuações do mercado.

No contexto de não divulgação consciente do administrador, esse não será responsabilizado, pois sua atuação estará em conformidade com a lei e a norma reguladora e, mais que isso, representará o exercício da discricionariedade inerente ao cargo, concretizada por meio de decisão negocial de não divulgação de fato relevante. Sob essas circunstâncias, não há infração que enseje eventual ressarcimento de danos.

E é justamente nesse cenário que é aplicada a *business judgment rule*: em pleno cumprimento dos deveres fiduciários, com boa-fé e no interesse da companhia, o administrador assume riscos cujos resultados serão revelados somente com o passar do tempo. A regra, portanto, protegerá a escolha e o agente, que fez uma escolha consciente e com boa intenção.

Para contextualizar a aplicação do instituto, cabe aqui fazer uma análise de um grupo representativo da jurisprudência da entidade reguladora de valores mobiliários brasileira.

3.3. Análise jurisprudencial

Com o intuito de analisar uma possível evolução de entendimento dos deveres fiduciários e averiguar desde quando e como é aplicada a *business judgment rule*, as decisões aqui examinadas foram extraídas diretamente do site da CVM e pesquisadas dentro do lapso temporal compreendido entre 1978 e os dias atuais. Isso porque embora a autarquia tenha sido criada em 1976 (Lei n. 6.385/1976), o site fornece decisões desde 1978.

Desse universo, os julgados foram escolhidos por critérios de relevância do ponto de vista do direito, como a aplicação de conceitos jurídicos já estabelecidos em lei, bem como

aqueles representativos do entendimento sob ponto de vista prático por parte do regulador sobre os deveres fiduciários, as decisões tomadas por administradores e a aplicação da *business judgment rule*.

No Judiciário, a jurisprudência sobre o tema se mostra escassa. A busca nos sites dos Tribunais incluíram termos variados e até mesmo dispositivos da Lei das S.A. em si. Os resultados, entretanto, abordavam questões alheias ao tema deste trabalho e, por isso, não serão aprofundadas.

À vista disso, os julgados a serem analisados são os indicados abaixo, os quais foram escolhidos por representarem o posicionamento da autarquia.

	Número do Processo	Autoridade Competente
1.	PAS CVM n. 03/2002	Comissão de Valores Mobiliários
2.	PAS CVM n. RJ 2005/1443	Comissão de Valores Mobiliários
3.	PAS CVM n. 21/04	Comissão de Valores Mobiliários
4.	PAS CVM n. 08/2005	Comissão de Valores Mobiliários
5.	PAS CVM n. 14/05	Comissão de Valores Mobiliários
6.	PAS CVM n. 18/08	Comissão de Valores Mobiliários
7.	PAS CVM n. 24/06	Comissão de Valores Mobiliários
8.	PAS CVM n. 11/02	Comissão de Valores Mobiliários
9.	PAS CVM n. RJ2008/9574	Comissão de Valores Mobiliários
10.	PAS CVM n. RJ2012/3168	Comissão de Valores Mobiliários
11.	PAS CVM n. RJ 2013/9990	Comissão de Valores Mobiliários
12.	Processo n. 0046241-25.2003.8.19.0001	8ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro

A primeira vez que a *business judgment rule* foi aplicada que se tem notícia ocorreu no PAS CVM n. 03/2002. O processo foi instaurado em decorrência de reclamações dos acionistas da Lorenz S.A. com o objetivo de analisar a responsabilidade dos administradores acerca de decisão relativa à distribuição de dividendos ocorrida na empresa.

Em julgamento, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Cruz inaugurou divergência para aplicar a *business judgment rule*. Nas suas palavras,

[...] a Lei nº 6.404/76, que 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 parágrafo 6º do art. 159.

Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia - inclusive com o estado, trabalhadores, credores e acionistas - e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e o fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu ver, não deve se imiscuir nessa discricionariedade e, a bem dizer, nem tem este poder.

Da análise desse julgado, merecem destaque três partes. A primeira é como a decisão foi tratada no voto, que deu ênfase à discricionariedade dos administradores para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões mais adequadas no seu entender, além sublinhar rapidamente o princípio da não interferência estatal nos negócios privados, uma perspectiva liberal presente logo na concepção da regra nos Estados Unidos.

Outro fator importante que se observa do julgado é que o Diretor considerou o art. 159, §6º como a *business judgment rule*, o que representa divergência em relação à parte da doutrina que defende o art. 158, *caput* e demonstra que, de fato, a positivação da regra é imperfeita e nebulosa.

E, por fim, a condenação do Diretor de Relações com os Investidores ao pagamento de multa. Isso porque, embora tenha recebido comunicações da CVM no sentido da necessidade de divulgar fato relevante acerca do não pagamento dos dividendos na data aprazada, nada fez. A sanção arbitrada é consequência direta da aplicação do §6º do art. 3º da Resolução CVM n. 44/2021, que prevê divulgação compulsória à mando da CVM.

Já no PAS CVM n. RJ 2005/1443, segundo julgado da tabela acima, o Diretor relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa defendeu a aplicação da *business judgment rule* no ordenamento brasileiro, apesar de esse não ter sido o desfecho do processo sancionador.

Diferentemente do entendimento do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Cruz no PAS analisado imediatamente antes deste de n. 03/2002, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa afirma que a *business judgment rule* não se diferencia do art. 153 da Lei das S.A., conclusão diversa das abordadas até agora:

“(…) a construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos

passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de reanálise do conteúdo da decisão tomada”.

No próximo PAS CVM da tabela, de n. 21/04, também de relatoria do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, a tese trazida possui grande sinergia com o PAS CVM n. RJ 2005/1443, visto que houve uma equiparação da *business judgment rule* ao dever de diligência, firmado da seguinte forma:

“60. Neste processo, a principal imputação é a de violação do dever de diligência – art. 153 da Lei 6.404/76. Os termos desse dispositivo enunciam conceitos jurídicos indeterminados, sem especificar critérios para sua aplicação aos casos concretos. Usualmente, as posições doutrinárias sobre esses dispositivos procuram analisar esses conceitos sem, ainda, estabelecer critérios para sua aplicação a casos concretos. Em sua atividade sancionatória, a CVM vem, ao longo do tempo, estabelecendo esses critérios. Entre eles, pode-se citar os seguintes:

(i) se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial (Inquérito Administrativo 09/03, julgado em 25.01.06, Processo 2005/8542, julgado em 29.08.06, que, embora trate de administração de fundos de investimento, analisa situação similar, Processo 2005/1443, julgado em 10.05.06, Processo 2005/0097, julgado em 15.03.07, Processo 2004/5392, julgado em 29.08.06, Processo 2004/3098, julgado em 25.01.05, Inquérito Administrativo 03/02, julgado em 12.02.04);

(ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada (Processos 2005/1443 15 e 2005/0097, já citados);

(iii) quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade) (Processo 2005/1443, já citado, esse mesmo conceito foi aplicado no Processo Administrativo Não Sancionador RJ2003/12770, decidido em 26.12.03);

(iv) o administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico (Processo 2005/1443, já citado);

(v) o administrador não pode alienar-se do processo decisório (Processo 2005/8542, já citado); e

(vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial - item "i" acima (Processo 2005/1443 e Inquérito Administrativo 03/02, já citados – este último sob ângulo contrário: se está em boa-fé, está protegido)”.

Isto é, desde que o administrador pratique atos regulares de gestão, ele não responderá pessoalmente pelo eventual insucesso de sua decisão.

Essa posição é semelhante à adotada no PAS CVM em quarto na tabela (n. 08/2005) em que, uma vez aplicada a *business judgment rule*: “[o administrador] não é responsável em virtude de ato regular de gestão, conforme disposto em seu art. 158, não respondendo por eventuais prejuízos decorrentes de decisões bem informadas e tomadas de boa-fé.”

No geral, a jurisprudência da entidade reguladora se mostra compreensiva às circunstâncias inerentes à administração de sociedade, visto que ressalta o poder discricionário atribuído aos administradores em vários julgados.

Ao julgar o PAS CVM n. 14/05, o Diretor Otávio Yazbek frisou que a discricionariedade se desenvolve livremente, observados os mecanismos de controle da sociedade e demais instâncias decisórias. Nesse processo, também restou aplicada a *business judgment rule*.

No emblemático caso Sadia (PAS CVM n. 18/08), houve questionamento acerca do cumprimento da política financeira da companhia por parte do administrador. O julgamento foi no sentido de rechaçar a aplicação da *business judgment rule*, pois o que estava em discussão não era a higidez da decisão tomada ao realizar complexas operações com derivativos, mas, sim, se a política financeira foi respeitada. A sanção arbitrada para o administrador foi a inabilitação temporária pelo período de três anos para exercício do cargo de administrador de companhia aberta, que encontra previsão legal no inciso IV do art. 11 da Lei n. 6.385/1976.

De igual maneira ocorreu no PAS CVM n. 24/06: a aplicação da *business judgment rule* foi afastada em razão da atuação negligente do administrador. Outro caso em que não houve a aplicação da regra foi o PAS CVM n. 11/02, no qual os administrados do banco estatal do Paraná desrespeitaram as determinações sobre gerenciamento de *red flags*.

Até aqui, a jurisprudência da CVM demonstrou reconhecer a aplicação da *business judgment rule* no ordenamento brasileiro, em que pesem as divergências quanto ao fundamento legal. De modo geral, a entidade também dá ênfase à discricionariedade atribuída e exercida pelos administradores de companhias, o que sinaliza uma compreensão do processo decisório envolvido na gestão empresarial.

No julgamento do PAS CVM n. RJ 2008/9574, de relatoria da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, os acusados foram absolvidos em razão da aplicação da *business judgment rule*. Ao longo de um muito bem fundamentado voto, a Diretora percorreu pelo racional empregado ao caso, apoiada no dever de diligência e na jurisprudência da CVM.

Resumidamente, o histórico do caso era o de responsabilização de administradores pela realização de uma supostamente desnecessária oferta pública de ações que deveria ter sido feita de forma privada, o que diminuiria os custos de uma oferta usual ao mercado.

Em voto, a Diretora ressaltou a importância da não intervenção estatal nas decisões tomadas no âmbito da atividade empresarial, conforme o trecho abaixo:

“19. A atividade econômica seria seriamente prejudicada se o sistema judiciário e o regulador passassem o tempo todo julgando as ações dos administradores *ex-post*. **É muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo. Mas a essência do mundo dos negócios é tomar riscos. É aplicar o conjunto de informações e crenças que se apresentam em um determinado momento para decidir sobre fatos que gerarão efeitos sobre o futuro da companhia, futuro sobre o qual ninguém tem o controle.** É o mercado quem deve corrigir erros reiterados de julgamento da administração, quando tomados de boa-fé, e no que era percebido pela administração da companhia como o melhor para esta. Cabe aos participantes do mercado e aos acionistas removerem administradores, reduzirem sua remuneração, e mesmo castigarem o preço das ações de uma companhia por decisões, tomadas de boa-fé e no interesse da companhia, mas que se apresentaram errôneas *ex-post*.

20. **Se as decisões estivessem sempre sob o escrutínio dos reguladores, os administradores e as companhias tomariam decisões não pensando na companhia, mas em como não serem processados.** Evidentemente, a inovação, o empreendedorismo, o crescimento econômico e o emprego seriam negativamente afetados.

21. Não cabe aos reguladores ou ao judiciário julgar as decisões dos administradores *a posteriori*, exceto se o padrão de conduta discutido acima foi:

a. afetado por uma situação de conflito de interesses na qual o administrador poderia extrair para si ou para outrem um benefício patrimonial ou facilidade; ou

b. manchado pela evidência de fraude ou má-fé para prejudicar a companhia.”

A particularidade deste caso reside no fato de ter sido ajuizado processo judicial sob o n. 0046241-25.2003.8.19.0001²⁹, com base nas mesmas alegações contidas no PAS CVM que obteve um desfecho totalmente diferente. Ao julgar o processo, o juízo da 8ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro não aplicou a *business judgment rule* como a Diretora relatora, e condenou os réus ao pagamento da quantia paga a título de comissão realizada às empresas que dirigiram a emissão da oferta.

Com os efeitos aparentes da decisão negocial tomada, o juiz imiscuiu-se no mérito da decisão para condenar os acusados pelos prejuízos causados. Por via diversa, o voto da

²⁹ Processo n. 0046241-25.2003.8.19.0001, 8ª Vara Empresarial do TJRJ, Juiz de Direito Alexander dos Santos Macedo, j. em 14 dez. 2004.

Diretora relatora demonstra que o colegiado da CVM analisou primeiramente se a conduta dos administradores estava dentro de um padrão razoavelmente esperado e guiado pela boa-fé para, após isso, aplicar a *business judgment rule* e absolver os administradores.

Diante disso, a disparidade entre os julgamentos além de ser aparente demonstra a diferença entre o entendimento de cada órgão. Para mais, o conflito entre as decisões acaba por proporcionar grande insegurança jurídica.

No que se refere à ‘intempestividade’ da divulgação de fatos relevantes e suas consequências, os precedentes encontrados foram apenas dois, o PAS CVM n. RJ 2012/3168 e o PAS CVM n. RJ 2013/9990.

No PAS CVM n. RJ 2012/3168, o relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes aplicou multa ao Diretor de Relações com Investidores do Banco Cruzeiro do Sul em razão de divulgação intempestiva de fato relevante.

O contexto no caso em questão girava em torno da compra do Banco Prosper pelo Banco Cruzeiro do Sul. A informação foi divulgada por um jornal em uma sexta-feira, o que desencadeou um pedido de informações, realizado pela bolsa de valores, para confirmar a operação. Na segunda-feira subsequente, o Banco adquirente emite comunicado pela manhã onde dizia que não havia comentários a fazer. Contudo, logo após o fechamento do pregão, o Banco vem a divulgar fato relevante informando a concretização do negócio.

No bojo do processo sancionador, a defesa do Banco Cruzeiro do Sul argumentou que à época da solicitação de informações não era certa a aquisição, motivo pelo qual não foi divulgado fato relevante. No entanto, o Diretor relator do PAS CVM entendeu que essas razões não eram cabíveis, pois

“Nada, a meu sentir, justifica a não divulgação do fato relevante ainda na sexta-feira, a expedição do evasivo comunicado na manhã de segunda-feira e a divulgação do fato relevante somente depois de encerrado o pregão deste dia. Tal postura colocou os investidores e o mercado num estado de obscuridade que durou pelo restante do pregão de sexta-feira e por todo o pregão de segunda-feira, tempo suficiente para impor sérios riscos aos que dependiam da informação.

[...]

É importante repisar que não se exigia do Acusado a confirmação da concretização do negócio, ou que ele divulgasse na sua inteireza os detalhes da operação, mas tão somente que ele esclarecesse a notícia duvidosa divulgada pelo órgão de imprensa, que cobria os investidores com uma nuvem de incerteza.”

O Diretor relator arremata em seu voto dizendo: “a decisão do Acusado de descumprir as regras que regem a divulgação de informação foi refletida, consciente, pois ele mesmo assume que lhe restou decidir ‘*entre confirmar a existência de negociações (como quer a acusação) ou afirmar que não havia o que confirmar.*’ Ao optar pela segunda alternativa, o agente se afastou do princípio do *full disclosure*, imprescindível para o equilíbrio do mercado, e das próprias responsabilidades do cargo.

O caso apresentado não parece se tratar de legítimo interesse da companhia que, em tese, eximiria o administrador da obrigação de divulgar fato relevante e tampouco um exercício de discricionariedade, uma vez que, em situações como fusões, cisões ou incorporações, evidentemente relevantes ao mercado, não é necessária a confirmação do negócio para sua pronta comunicação.

O segundo julgado representativo do tempo de divulgação de fato relevante (PAS CVM n. RJ 2013/9990) também trata de situação semelhante. O acusado, Fundo Garantidor de Crédito (FGC), na qualidade de administrador especial do Banco Cruzeiro do Sul, deixou de divulgar fato relevante sobre as informações veiculadas pela mídia durante o período de Regime de Administração Especial Temporário (RAET) sobre a situação financeira do Banco e a intenção do FGC de organizar a venda.

O dever do FGC nessa hipótese, enquanto administrador especial e, portanto, substituto do Diretor de Relação com os Investidores, seria assumir todas as obrigações decorrentes desse cargo, inclusive a de divulgação de fato relevante. Ao não esclarecer ao mercado se as notícias eram verdadeiras, o FGC falhou em seu dever de informação.

A opção de não esclarecer rumores por meio de fato relevante não se configura como ressalva à comunicação obrigatória prevista em lei. Aliás, o que parece ter ocorrido foi o vazamento de informação que escapou do controle da companhia, esta, sim, uma hipótese de divulgação obrigatória e imediata.

A Diretora relatora Ana Dolores assim entendeu:

“A exceção à imediata divulgação consiste em prerrogativa da Companhia, para proteger seus interesses, mas somente subsiste conquanto a informação não tenha escapado ao seu controle. Caso ocorra o vazamento, a Companhia deve garantir que a informação seja disponibilizada a todo mercado de forma simétrica. Do contrário, os agentes de mercado melhor informados poderão agir com uma vantagem substancial sobre os demais.

Pela regra geral, o Banco teria que se posicionar diante de qualquer fato relevante cujo conhecimento tivesse escapado ao seu controle, mesmo que tal ação pudesse contrariar interesse seu”.

Prosseguindo em seu voto, a Diretora relatora ressalta que o impacto de informações como essas para a sociedade não podem deixar de ser consideradas pelos dirigentes, “até mesmo porque a quebra de uma instituição desse tipo, dependendo de sua relevância sistêmica, pode ter impacto sobre a confiança das pessoas. As consequências de tal fato são potencialmente desastrosas para o Sistema Financeiro e para a economia nacional.”

Como conclusão, a Diretora relatora entendeu que a atuação do FGC foi irregular. No entanto, curiosamente, a companhia foi absolvida e não houve o arbitramento de qualquer penalidade, pois a parte Acusadora deixou de manifestar-se a esse respeito no Termo de Acusação, motivo pelo qual não haveria como sancionar a FGC sem comprometer os princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal.

Conforme esta breve análise jurisprudencial de precedentes representativos da temática, a prática demonstra que, apesar de existirem incertezas quanto à codificação da *business judgment rule*, em que medida foi realizada e onde resta positivada, a regra é aplicada no Brasil.

Embora não encontrados precedentes que confirmem expressamente a tese de que a *business judgment rule* é aplicável à divulgação de fato relevante, foram encontrados precedentes que confirmam o caráter taxativo das exceções previstas em lei, que vão ao encontro de uma atuação voltada aos interesses sociais e, portanto, aos riscos tomados em benefício da companhia, que seriam protegidos pela *business judgment rule*.

Dessa forma, apesar das divergências quanto aos detalhes de adaptação da regra ao ordenamento brasileiro e a própria disparidade na quantidade e qualidade da utilização pelo Poder Judiciário e pela CVM, a *business judgment rule* tem sido objeto de sinalizações positivas a observar pela jurisprudência.

4. Considerações Finais

Neste trabalho, pôde-se constatar o caráter desafiador da gestão empresarial, que é permeada por desafios necessários à consecução do interesse social.

Considerando todo o conteúdo abordado até aqui, é possível sintetizar o trabalho nos três pilares que guiaram esta monografia, quais sejam: informação, confiança e risco.

Ao abordar o pano de fundo de onde são travadas as relações da companhia, isto é, o mercado de capitais, concluiu-se que a informação é peça fundamental para seu bom funcionamento, na medida em que proporciona aos investidores, por meio do regime de *full disclosure*, dados fidedignos da condução da companhia da qual são ou serão acionistas.

Os administradores de companhia, enquanto gestores de patrimônio alheio, devem estrito cumprimento aos deveres fiduciários, observando em suas ações os padrões de diligência, lealdade, prestação informacional e de boa-fé estabelecidos na lei e/ou no estatuto social.

Esses deveres transmitem maior confiança para que os investidores aloquem seu capital onde julguem mais adequado. Em caso de quebra de confiança, em outras palavras, uma atuação com intenção de prejudicar a companhia, praticada com culpa ou dolo, isso resultará em responsabilização pessoal dos administradores.

Além disso, os administradores de companhia possuem uma série de outros deveres, os quais terão de ser seguidos sempre com base nos padrões de comportamento estabelecidos na lei e/ou estatuto social. Como visto no capítulo 2, um deles é a obrigação de divulgação de fato relevante: acontecimento interno que tenha o potencial de influenciar, de modo ponderável, o valor de cotação das ações e que deve ser imediatamente divulgado.

Em que pesem as nuances da divulgação de fato relevante (tempo, modo e lugar), o ato é, em última análise, obrigação do administrador, que possui discricionariedade inerente ao cargo que ocupa.

A partir da conceituação da *business judgment rule*, concluiu-se que trata de uma presunção de atuação conforme os ditames legais, que só poderá ser afastada caso existam provas de evidente má intenção na conduta do administrador.

Naturalmente, o administrador se submete a riscos que revelarão seus resultados apenas no longo prazo. Assim, a *business judgment rule* serve para proteger o administrador na sua tomada de riscos, em razão de sua atuação de boa-fé e voltada para a realização do interesse social.

Tendo isso em vista, a pergunta a que este trabalho se propôs a responder foi se a *business judgment rule* seria aplicável à obrigação de divulgar fato relevante. A conclusão a que se chegou no capítulo 3, após análise dos dispositivos legais e da doutrina correspondente, parece ser positiva.

Por outro lado, a fonte do direito da jurisprudência é praticamente inexistente sobre esse tema em específico. Apenas a CVM julga processos com essa temática e com a devida técnica. Ainda que a jurisprudência não tenha tratado diretamente dessa questão, os precedentes analisados representam uma boa sinalização à atividade empresarial no Brasil, em razão de reconhecerem a aplicação da regra e se aterem ao seu campo de atuação, ao qual compete somente a análise do processo decisório.

Diante do exposto, é possível afirmar que a *business judgment rule* constitui proteção e garantia do exercício de discricionariedade do administrador. Assim, é aplicável a todas as decisões que o administrador tome guiado pela boa-fé.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

AKERLOF, George A. *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, No. 3 (Aug. 1970), pp. 488-500.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model business corporation act*. [S. l.]: American Bar Association, May, 2019. Disponível em: https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/mbca_2019.pdf. Acesso em: 15 jan. 2023.

ANDRADE DE SÁ, Rafael Vieira de. **O *entire fairness test* no direito norte-americano**. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 79/2018, p. 99 – 125, Jan - Mar de 2018.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas (Coleção direito comercial)**. São Paulo: Atlas, 11ª ed., 1999.

BRASIL. **Lei n. 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Brasília - DF, 1976.

_____. **Lei n. 6.385/1976, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília – DF, 29/12/76.

_____. **Resolução CVM n. 44, de 23 de agosto de 2021 com as alterações introduzidas pela resolução CVM n. 60/21**. Brasília - DF, 2021.

BRANSON, Douglas M. **The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgment Rule**. *Valparaiso University Law Review*, Valparaiso, v. 36, No. 3, 2002.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de Companhias e a Business Judgment Rule: uma análise à luz do direito brasileiro**. Pontifícia Universidade Católica - Rio de Janeiro, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. São Paulo: Saraiva, 1998.

COELHO, Fábio U. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Editora Forense: Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9786559640683. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima. 3.ed. rev. e atual**. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada. Volume III. 2º Edição Revista e Ampliada — Artigos 138 a 205**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK *et al.* **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. São Paulo: Renovar; 3ª edição revista e ampliada, 2011.

JOHNSON, Lyman. **The Modest Business Judgment Rule**. American Bar Association. Vol. 55, No. 2 (February, 2000).

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

SANSEVERINO, Gustavo Stenzel. **A caracterização normativa do dever de diligência dos administradores das sociedades anônimas**. Ufrgs.br, 2015. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/207603>>. Acesso em: 2 dez. 2022.

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

SPENCER, Michael. **Signaling in Retrospect and Informational Structure of Markets**. *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 3 (Jun. 2002), pp. 434-459.

STEINGRADER, Ronivaldo; FERNANDES, Ramon Garcia. **A racionalidade limitada de Herbert Simon na Microeconomia**. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, São Paulo, n. 34, p. 123-162, 2013.

STIGLITZ, Joseph E. **The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics**. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 4 (Nov., 2000), pp. 1441-1478.

LOMANDO, Rodrigo Carvalho. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A.: da relação fiduciária à análise dos art. 153 a 157 da lei 6.404/76**. Ufrgs.br, 2019. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/236765>>. Acesso em: 3 dez. 2022.

MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 2ª Ed. São Paulo: Almedina, 2022. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?id=ontdEAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=pt-BR&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false> Acesso em: 27 dez. 2022.

NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas - artigo 159, § 6o, LSA e a business judgment rule**. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo: 2015. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20052016-104823/publico/Dissertacao_Guilherme_Frazae_Nadalin.pdf>. Acesso em: 3 dez. 2022.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2023.

PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade Civil Dos Administradores e Business Judgment Rule No Direito Brasileiro**. *Revista Dos Tribunais* 953 (2015): 51–74.

_____. *The rise of corporate international law*. ECGI Working Paper Series in law. Law Working Paper n. 555/2020. November, 2020.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras**. 2013. 387 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

PRADO, Viviane M. **Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores**, set. 2016. [Working Paper]. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em: 1 jan. 2023.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REIS BERNARDES, Juliana; AYRES, Rosângela; RICARDO, José; et al. **Legibilidade dos Fatos Relevantes: uma Análise na Vale S. A. no Período de Agosto 2012 a Agosto de 2016**. Pensar Contábil. Conselho Regional de Contabilidade do RJ (CRC RJ), Rio de Janeiro, v. 20, n. 71, p. 04-13, jan/abr. 2018. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/3316/2566>>. Acesso em: 4 jan. 2023.

TIBÚRCIO, César Augusto Silva; FERNANDES, José Lúcio Tozetti. **Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil**. RAC-Eletrônica. Curitiba, v. 3, n. 1. art. 8, p. 142-158, Jan/Abr 2009. Disponível em: <https://arquivo.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_818.pdf>. Acesso em: 4 jan. 2023.

YAZBEK, Otávio. **Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: um exercício e alguns desafios**. In: *Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Coordenação: Luiz Fernando Martins Kuyven, São Paulo: Saraiva, 1ª ed., 2012.

ÍNDICE DE JURISPRUDÊNCIA

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 03/02**, Rel. Norma Jonsen Parente, j. em 12 fev. 2004.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2005/1443**, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 10 mai. 2006.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2005/0097**, Rel. Maria Helena Santana, j. em 15 mar. 2007.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 21/04**, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 15 mai. 2007.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 08/05**, Rel. Eli Loria, j. em 12 dez. 2007.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. 18/08**, Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14 dez. 2010.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2012/3168**, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13 nov. 2012.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2008/9574**, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 27 nov. 2012.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 24/06**, Rel. Otavio Yazbek, j. em 18 fev. 2013

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 11/02**, Rel. Luciana Dias, j. em 26 fev. 2013.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2013/9990**, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 25 fev. 2014.

_____, Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0046241-25.2003.8.19.0001**, 8ª Vara Empresarial do TJRJ, Juiz de Direito Alexander dos Santos Macedo, j. em 14 dez. 2004.