

**INTERPRETAÇÃO DO ARTIGO 158, *CAPUT*, DA  
LEI Nº 6.404/1976 A PARTIR DAS DECISÕES DA  
CVM NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS  
SANCIONADORES Nº RJ/2014/6517 E Nº  
RJ2016/7190<sup>1</sup>**

**INTERPRETATION OF ARTICLE 158 OF LAW NO. 6,404/1976  
BASED ON THE DECISIONS ISSUED BY CVM IN  
ADMINISTRATIVE PROCEEDINGS NO. RJ/2014/6517 AND NO.  
RJ2016/7190**

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva*

*Resumo:* O presente artigo tem como objetivo examinar uma possível nova interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, a respeito da aferição da culpa do administrador de sociedade anônima, a partir de duas decisões recentes da Comissão de Valores Mobiliários. Para este fim, o trabalho buscará expor, de forma breve, as interpretações tradicionais do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, examinar a possível nova interpretação do dispositivo a partir das decisões recentes da Comissão de Valores Mobiliários e discutir os possíveis impactos da nova interpretação sobre a aferição da culpa do administrador.

*Palavras-chave:* Sociedade Anônima. Administrador. Responsabilidade Civil. Diligência. Culpa.

*Abstract:* This paper aims to examine a possible new interpretation of article 158 of Law No. 6,404/1976, with respect to the analysis of the manager's guilt, based on two recent decisions of the Brazilian Securities and Exchange Commission. To that end, the paper will address the traditional interpretations of article 158 of Law No.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 27.03.2021 e aceito em 30.05.2021.

6,404/1976, examine the possible new interpretation of the provision based on the recent decisions of the Brazilian Securities and Exchange Commission and discuss the possible impacts of the new interpretation with respect to the analysis of the manager's guilt.

*Keywords:* Corporation. Manager. Civil Liability. Diligence. Guilt.

*Sumário:* Introdução. 1. As interpretações tradicionais do artigo 158, *caput* da Lei nº 6.404/1976. 2. Os incisos do Artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 como hipóteses em que o ato dos administradores é analisado de formas distintas. 3. Impactos da nova interpretação: possíveis critérios para examinar a diligência (e a culpa) do administrador. Conclusão.

## **Introdução.**

O presente artigo tem como objetivo examinar uma possível nova interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, a respeito da aferição da culpa do administrador de sociedade anônima, a partir de duas decisões recentes da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). Para este fim, o trabalho será dividido em 3 (três) partes. A primeira parte buscará expor, de forma breve, as interpretações tradicionais do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976. A segunda parte examinará a possível nova interpretação do dispositivo a partir das decisões recentes da CVM. Por fim, a terceira parte será dedicada à análise dos possíveis impactos da nova interpretação sobre a aferição da culpa do administrador.

Espera-se demonstrar que: (i) segundo a possível nova interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, os dois incisos do dispositivo exigem demonstração de culpa do administrador (afastando-se qualquer presunção de culpa) e fazem distinção sobre a forma

de análise da diligência do administrador por atos e decisões tomadas em contexto negocial (inciso I) e em contexto não negocial (inciso II); (ii) esta interpretação parte da premissa de que o dever de diligência é o dever fundamental do administrador, que permeia e conforma os demais deveres fiduciários; e (iii) dentro desta nova perspectiva, (iii.a) a diligência do administrador no contexto negocial deve ser analisada a partir da *business judgment rule*, que afasta o exame do mérito do ato ou decisão do administrador, e (iii.b) a diligência no contexto não negocial deve ser analisada com base nas medidas razoáveis e adequadas que o administrador tenha adotado para garantir o cumprimento da lei, sendo possível, neste caso, a análise do mérito do seu ato ou decisão.

## **1. As interpretações tradicionais do artigo 158, caput da Lei nº 6.404/1976.**

A artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 estabelece uma regra geral do direito societário de que o administrador não é responsável pessoalmente por atos regulares de gestão. O dispositivo “deixa claro que o administrador, em regra, não guarda nenhuma responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão”.<sup>2</sup> Ao agir como órgãos da companhia, estabelecendo relações com terceiros, os diretores vinculam a sociedade à vontade manifestada.<sup>3</sup>

---

2 CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 873.

3 “Na medida em que ele age como órgão da companhia, no relacionamento com terceiro, estabelece obrigações para a pessoa jurídica, atuando, portanto como seu representante” (EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984, p. 51).

Ao passo em que determina a regra, o artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 também define a exceção. A segunda parte do dispositivo elenca as hipóteses em que o administrador pode responder pessoalmente pelos seus atos, a saber: (i) se o administrador, embora agindo dentro de suas atribuições, atuar com culpa ou dolo (entendidos como a culpa civil<sup>4</sup>); e (ii) se o administrador praticar atos com violação da lei ou do estatuto.

A diferença entre as hipóteses dos incisos I e II do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 é objeto de discussão na doutrina. Neste debate, há os que consideram que o inciso I cria uma responsabilidade civil com culpa, enquanto o inciso II estabelece hipótese de responsabilidade civil sem culpa ou com culpa presumida, invertendo-se o ônus da prova.<sup>5</sup> Segundo esta perspectiva, conforme explica Nelson Eizirik, no caso de violação da lei ou do estatuto social, caberia ao administrador demonstrar que, “embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo”.<sup>6</sup>

José Luiz Bulhões Pedreira, um dos autores do projeto de lei que resultou na Lei nº 6.404/1976, defende a teoria da presunção de culpa no caso de violação da lei ou do estatuto social pelo administrador. Segundo o jurista, a presunção de culpa seria justificada “porque os administradores são profissionais – comerciantes, empresários ou técnicos – e a estrita observância da lei e do estatuto é fundamental para a proteção de todos os interessados na companhia ou na sua atividade”.<sup>7</sup> A presunção de culpa no caso de violação da lei ou do

---

4 Ibidem, p. 53.

5 Neste sentido, Nelson Eizirik: “Parece-nos que na hipótese do n. II do art. 158 ocorre uma inversão do ônus da prova, devendo considerar-se que há, portanto, uma presunção da culpa do administrador quando ele infringe a lei ou o estatuto. Com efeito, ao invés da distinção radical entre responsabilidade objetiva e subjetiva, a evolução do direito, na matéria, inclina-se no sentido da aceitação de situações intermediárias, nas quais avultam os mecanismos das presunções e das provas em contrário. Mais prudente, então, é presumir-se a culpa de sua parte, cabendo-lhe, porém, provar a ausência de responsabilidade” (EIZIRIK, loc. cit.).

6 EIZIRIK, loc. cit.

7 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Responsabilidade civil do diretor de S.A.: ação social e

estatuto foi também defendida por Trajano de Miranda Valverde na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, que tratava da hipótese em seu artigo 121, § 1º, II.<sup>8</sup>

Ainda que não seja o objetivo deste trabalho realizar uma exaustiva pesquisa bibliográfica e doutrinária sobre as interpretações do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, é possível constatar que há adeptos relevantes, dentre os estudiosos do direito societário, da teoria de que o inciso II do mencionado dispositivo prevê uma hipótese de presunção de culpa do administrador (ao contrário do inciso I, que exige a demonstração de culpa pela parte que pretende imputar responsabilidade pessoal ao administrador). No entanto, esta não é a única posição existente.

Pode-se citar, neste contexto, o entendimento de Fábio Ulhoa Coelho. Segundo o autor, não há distinção prática entre as hipóteses do inciso I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, já que o ato ilícito culposo do administrador invariavelmente caracterizaria violação do estatuto social ou da lei, de modo que não seria cabível a interpretação de que, no caso de violação do estatuto social ou da lei, haveria presunção de culpa.<sup>9</sup>

Marcelo Von Adamek fornece outras duas explicações para a existência das duas hipóteses de responsabilização do administrador elencadas pelo artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976: (i) embora

---

individual: cabimento e prescrição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2, p. 405.

8 “Dir-se-á que a lei presume, nesses casos, a culpa do diretor pelo que a ele incumbirá provar que a violação da lei ou dos estatutos resultou de circunstâncias especialíssimas, por ele não provocadas ou relativamente às quais não podia ele ter nenhuma influência, ou, ainda, que os prejuízos verificados ocorreriam em qualquer hipótese. É o princípio da inversão da prova, que a lei alemã de 1937, § 84, nº 2, generalizou, mas que o decreto-lei só consignou no caso de prejuízos derivantes de ações ou omissões infringentes da lei ou dos estatutos” (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. v. 2, p. 319).

9 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*: Direito de Empresa. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 501-502.

possam ser reduzidas a uma regra apenas, os dois dispositivos descrevem formas distintas de caracterização da culpa do administrador; e (ii) sob a mesma epígrafe de responsabilidade dos administradores, a lei buscou tratar de duas situações distintas, nas quais o ato do administrador pode vincular apenas ele ou também a companhia perante terceiros.<sup>10</sup>

O autor alinha-se à segunda explicação descrita acima,<sup>11</sup> esclarecendo que o artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 evidenciaria as seguintes regras: (i) o administrador não é pessoalmente responsável pelo ato regular de gestão; (ii) o administrador é pessoalmente responsável pelos prejuízos que causar quando descumprir, culposamente, dever legal ou estatutário; (iii) atos praticados pelos administradores dentro de suas atribuições (ainda que com violação de dever legal ou estatutário) obrigam a companhia perante terceiros, ressalvado eventual direito de regresso da companhia contra o administrador; e (iv) em princípio, atos praticados pelo administrador fora de suas atribuições não vinculam a companhia,<sup>12</sup> exceto se o ato for ratificado posteriormente, se a companhia dele se beneficiar ou se a preservação do ato for necessária para preservar o direito de terceiros.<sup>13</sup>

Conforme explicação de Marcelo Von Adamek, há discussão na doutrina sobre a correta alocação de responsabilidade civil perante terceiros entre a companhia e o administrador no caso dos incisos I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, especialmente quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto. Ainda que, nestes casos, o terceiro não possa alegar ignorância quanto à limitação estatutária ou legal do administrador, diante da publicidade dos atos das companhias (vide, neste sentido, artigo 1.154, parágrafo único, do

---

10 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 219.

11 *Ibidem*. 225.

12 *Ibidem*. p. 219.

13 *Ibidem*. p. 222-223.

Código Civil), a lei tende a proteger o terceiro de boa-fé, reconhecendo que as limitações aos poderes do administrador contidas no estatuto social somente seriam oponíveis a terceiros que tenham – ou devessem ter, em função de sua profissão ou atividade – conhecimento da limitação estatutária.<sup>14</sup>

A partir deste breve apanhado, é possível dividir as visões tradicionais a respeito da interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 em três:

(i) a diferença entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 é que, no caso do inciso I, é preciso demonstrar que o administrador agiu com culpa, enquanto no caso do inciso II (violação da lei ou do estatuto social), a culpa do administrador é presumida;

(ii) não há diferença prática entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, sendo que ambos os incisos exigem demonstração de culpa do administrador, não havendo hipótese de presunção; e

(iii) os incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 fazem distinção entre uma hipótese em que apenas o administrador é responsabilizado pelo ato irregular de gestão (inciso I) e outra hipótese em que o ato irregular de gestão pode ser imputado ao administrador e à companhia (inciso II).

Além destas três visões tradicionais, no entanto, é possível vislumbrar uma quarta, que pode ser extraída da conjugação do voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no processo administrativo san-

---

14 EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa...* Op. cit. p. 55.

cionador CVM nº RJ2014/6517 (“PAS CVM nº RJ2014/6517”)<sup>15</sup> e do voto do Diretor Gustavo Gonzalez no processo administrativo sancionador CVM nº RJ2016/7190 (“PAS CVM nº RJ2016/7190”),<sup>16</sup> que será abordada na próxima seção.

## **2. Os incisos do Artigo 158, caput, da Lei nº 6.404/1976 como hipóteses em que o ato dos administradores é analisado de formas distintas.**

Atualmente, aceita-se no direito brasileiro a regra da decisão negocial (“*business judgment rule*”), segundo a qual o mérito do ato do administrador não pode ser objeto de questionamento, ainda que tenha causado prejuízo à companhia, desde que seja resultado de decisão negocial, tomada de boa-fé e sem conflito de interesses, dentro da discricionariedade conferida ao administrador pelo estatuto social.<sup>17</sup>

A regra foi bem resumida em voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/11703:

Assim, em se tratando de decisão negocial tomada pela Administração no âmbito da esfera de discricionariedade conferida pela legislação societária e pelo estatuto social, a *business judgment rule* pressupõe que, observados certos cuidados durante o processo decisório, não caberá

---

15 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/6517. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Data de julgamento: 25 jun. 2019.

16 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 2016/7190. Relator: Diretor Gustavo Gonzalez. Data de julgamento: 09 jul. 2019.

17 COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 195; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 129.



ao julgador substituir-se aos administradores para avaliar a adequação e o mérito da decisão tomada. [...] Ao se aplicar a *business judgment rule*, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia.<sup>18</sup>

Segundo a *business judgment rule*, portanto, o mérito da decisão negocial do administrador não pode ser analisado pelo julgador, que deve se ater à forma pela qual a decisão foi tomada. Se o administrador tomou a decisão sem se informar adequadamente, torna-se possível a sua responsabilização pessoal. Se o administrador procurou se informar adequadamente antes de tomar a decisão, afasta-se a sua responsabilidade pessoal, ainda que a decisão tenha sido ruim. Em ambos os casos, no entanto, não se analisa o mérito da decisão do administrador (isto é, se a decisão foi ruim ou boa para a companhia).

Pode-se afirmar que a essência da *business judgment rule* está associada à ideia de que, em um contexto negocial, a obrigação do administrador é de meio, e não de resultado. Nas obrigações de meio, o devedor compromete-se apenas a empregar os seus melhores esforços para alcançar determinado fim, sem se obrigar a obtê-lo, enquanto nas obrigações de resultado, o devedor compromete-se a alcançar o fim pretendido.<sup>19</sup> Ao tomar decisões negociais, o administrador compromete-se a empregar seus melhores esforços para gerar o

---

18 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/11703. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de julgamento: 31 jul. 2018.

19 TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do Direito Civil – Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 164.

maior valor possível à companhia e seus acionistas, mas evidentemente sem garantir este resultado, já que a possibilidade de fracasso é inerente ao risco empresarial.

É preciso reconhecer, no entanto, que nem todas as decisões do administrador são tomadas em contexto negocial. Algumas decisões são tomadas em contexto normativo, de cumprimento de deveres legais impostos à companhia ou ao próprio administrador. Por exemplo, ao decidir sobre como cumprir leis ambientais, tributárias, regulatórias etc., o administrador não toma decisão negocial, mas sim normativa. Nestes casos, seria a obrigação do administrador de meio (melhores esforços para cumprir as leis e normas) ou de resultado (efetivo cumprimento das leis e normas)? Além disso, caso se considere que a obrigação do administrador no cumprimento das leis e normas é de resultado, seria possível aplicar a *business judgment rule* para afastar responsabilidade do administrador no caso de sua eventual falha?

Estas foram as questões dirimidas no PAS CVM nº RJ2014/6517 e no PAS CVM nº RJ2016/7190.

O PAS CVM nº RJ2014/6517 nasceu a partir de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra diversos administradores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. em função da divulgação de informações com conteúdo excessivamente otimista. A acusação girava em torno da divulgação de fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas e financeiras de companhia do setor de petróleo e gás quando sua administração já tinha conhecimento do baixo potencial econômico de seus principais campos de petróleo.

No caso, a área técnica da autarquia identificou diversos fatos relevantes sobre as perspectivas econômicas de poços de petróleo que eram acompanhados de avaliações alegadamente prematuras e sem fundamento, com a utilização de expressões como “altamente promissoras”, “grande potencial”, “expressiva frente de novas possibilidades”, “importantíssimo potencial petrolífero”, dentre outras se-

melhantes.<sup>20</sup> Os fatos relevantes teriam sido divulgados durante o ano de 2009, quando não havia dados suficientes para atestar o potencial comercial dos poços. Ao longo de 2011 e 2012, a companhia teve acesso a dados que demonstravam baixo potencial comercial dos seus ativos e, por meio de estudos conduzidos por um grupo de trabalho, concluiu-se pela inviabilidade econômica da exploração dos campos de petróleo.<sup>21</sup>

Muito embora os administradores já soubessem, em 2012, que os campos de petróleo possuíam baixo potencial comercial, a companhia divulgou, em março de 2013, fato relevante comunicando a entrega de declaração de comercialidade referente a alguns de seus ativos, sem, no entanto, alertar o mercado sobre os problemas que a sua exploração econômica acarretaria.<sup>22</sup> Apenas em julho de 2013 a com-

---

20 Vide o parágrafo 7 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Ainda sobre as publicações, a SEP destacou que em 38 dos fatos relevantes Paulo Mendonça fez comentários pessoais a respeito das descobertas, frisando os seguintes trechos (fls. 2.162 a 2.165): a) em 07.10.2009: ‘OGX-1 representa o começo de uma campanha exploratória altamente promissora’; b) em 30.11.2009: ‘a identificação de uma expressiva coluna com hidrocarbonetos em reservatórios de alta qualidade na seção do Albiano superou nossas expectativas’; c) em 05.03.2010: ‘a província recentemente descoberta se estende também até o norte do bloco BM-C-41, ratificando o seu importantíssimo potencial petrolífero’; d) em 12.04.2010: ‘[o poço] vem confirmar o grande potencial desta bacia em diversas idades geológicas, abrindo, portanto, uma expressiva frente de novas possibilidades para estes reservatórios’; e) em 11.08.2010: ‘o que sinaliza para uma coluna potencialmente superior à já encontrada neste bloco. Esse resultado reforça a atratividade desta região mais ao norte da bacia de Campos, que pode representar uma nova província de grande importância para a nossa Companhia”.

21 Vide parágrafos 9 a 13 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

22 Vide parágrafo 17 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517: “Em 13.03.2013, a OGX divulgou fato relevante no qual informou que submeteu à ANP a declaração de comercialidade das acumulações Pipeline, Fuji e Ilimani, tendo informado uma estimativa de volume in situ total de 521 mmboe (P90), 823 mmboe (P50) e 1339 mmboe (P10). Com relação ao conteúdo desse comunicado, a área técnica concluiu que os administradores teriam induzido a erro os investidores ao publicar fato relevante que informava a entrega à ANP da declaração de viabilidade dos Campos sem alertar que a viabilidade ainda era objeto de grandes incertezas, conduta que violaria os deveres de cuidado e diligência estabelecidos na lei societária”.

panhia informou ao mercado, por meio de fato relevante, que não possuía tecnologia capaz de tornar economicamente viáveis os seus campos.<sup>23</sup>

Em sua acusação, a área técnica enquadrou a conduta dos administradores como manipulação de preços, nos termos dos itens I e II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979,<sup>24</sup> no caso de determinados administradores que alienaram ações no mercado logo após as divulgações,<sup>25</sup> enquanto a divulgação de fato relevante com informações imprecisas sem a demonstração de vantagem específica auferida pelos administradores foi considerada como violação do dever de diligência na divulgação de informações ao mercado, nos termos do artigo 153, da Lei nº 6.404/1976 (dever de diligência), combinado com o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009.<sup>26</sup> Em outras palavras, a área técnica da CVM entendeu que a divulgação imprecisa poderia ser enquadrada em 2 (duas) infrações distintas, a depender da culpa do administrador: (i) no caso de ato doloso, haveria manipulação de preços por meio de divulgações imprecisas ao mercado; e (ii) no caso de ato culposo, haveria violação do dever de diligência pela divulgação de informações imprecisas ao mercado.

---

23 Vide parágrafos 18 e 19 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

24 Confira-se a redação dos dispositivos: “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

25 Conforme parágrafo 56 do voto relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

26 Como já abordado no Capítulo 1 acima, o artigo 14 da Instrução CVM nº 480/2009 impõe ao emissor a obrigação de divulgar “informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

Com relação à infração do dever de diligência, que mais importa para o presente artigo, a análise da CVM concentrou-se no conteúdo do fato relevante divulgado em março de 2013, quando a companhia informou ao mercado que havia apresentado declaração de comercialidade referente a seus ativos, sem, no entanto, alertar sobre o seu baixo potencial econômico. A esse respeito, a CVM entendeu, nos termos do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, que a acusação tinha razão “ao afirmar que a simples leitura desta afirmação contida no aviso de fato relevante induziu o investidor a acreditar que a viabilidade econômica dos Campos estava mais próxima de se concretizar do que o contrário”.<sup>27</sup>

Enquanto os Diretores Gustavo Machado Gonzalez e Flávia Sant’Anna Perlingeiro concordaram com a configuração de violação do dever de diligência, o Diretor Presidente Marcelo Barbosa proferiu voto dissidente, discordando do enquadramento da conduta como violação do dever diligência, embora tenha reconhecido que a informação divulgada pela companhia havia sido imprecisa em função de incertezas com relação aos fatos que poderiam influenciar a decisão de investidores.<sup>28</sup>

Em seu voto, o Diretor Presidente Marcelo Barbosa asseverou que o diretor da companhia não possui margem de discricionariedade no cumprimento da lei, “não podendo o administrador alegar que uma decisão informada e refletida tomada com base em permissivo legal genérico o levou a concluir pela violação de comando específico que estava obrigado a cumprir”.<sup>29</sup>

---

27 Parágrafo 116 do voto do relator Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517.

28 Assim, “na data da publicação do Fato Relevante, havia informações que, embora inconclusivas, tinham o potencial de influir de modo ponderável na decisão dos investidores de negociar as ações da Companhia” (parágrafo 3 da manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517).

29 Item 11 do voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517.

Em outras palavras, segundo o Diretor Presidente Marcelo Barbosa, o administrador não poderia usar os pressupostos da *business judgment rule* para afastar sua responsabilidade pelo descumprimento de obrigação de resultado (comando específico) que deveria cumprir. Este entendimento fica ainda mais claro no seguinte trecho do voto:

Tipicamente, a diligência de determinada conduta é examinada sob o aspecto negocial ou fiscalizatório. O primeiro refere-se às decisões tipicamente negociais em face das quais impõe-se o teste da *business judgment rule*. O segundo abarca dimensão voltada à supervisão das mais variadas atividades da companhia, no âmbito da qual a diligência é aferida a partir da verificação da razoabilidade e adequação dos esforços despendidos pelo administrador no desempenho de sua função.<sup>30</sup>

No caso de decisões não negociais tomadas pelo administrador, a sua diligência (e, por consequência, culpa) não seria associada à forma como a decisão foi tomada, mas sim à verificação da razoabilidade e esforços despendidos pelo administrador para o cumprimento da lei ou do estatuto.

O segundo caso (PAS CVM nº RJ2016/7190) tratou de acusação formulada pela Superintendência de Relações com Empresas contra Ricardo Furquim Werneck Guimarães, diretor de relações com investidores da MMX Mineração e Metálicos S.A. Segundo a acusação, o diretor deixou de divulgar tempestivamente ao mercado o teor de decisão arbitral envolvendo uma controlada da companhia, que seria fato relevante. Com base no entendimento de que a atribuição de relevância a uma informação, para fins de sua divulgação ao mercado,

---

30 Item 26 do voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517.

envolve juízo complexo e altamente subjetivo, e reconhecendo que o diretor havia tomado a decisão de não divulgar a informação com base em uma série de fundamentos, a CVM decidiu, por unanimidade, absolver o diretor, embora tenha considerado que ele errou ao não promover a divulgação ao mercado.

Ainda que tenha decidido pela absolvição do acusado, o relator do caso, Diretor Gustavo Gonzalez, esclareceu que “[q]uestões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto não são decisões negociais” e, portanto, não há, nestas hipóteses, qualquer margem de discricionariedade para o diretor decidir pelo cumprimento das obrigações legais. Ao tomar decisões sobre o cumprimento de deveres legais, o diretor não poderia “alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir”, sendo que, neste caso, “a análise da CVM não pode se restringir aos aspectos procedimentais”.<sup>31</sup>

Trata-se, em essência, de posicionamento semelhante ao adotado pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/6517: no caso de decisões não negociais, não há discricionariedade para o administrador decidir se cumpre ou não a lei. Neste caso, o mérito da decisão do administrador pode ser analisado, não sendo necessário que a CVM se restrinja ao exame da forma como a decisão foi tomada.

Pela conjugação dos entendimentos manifestados pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517 e pelo Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/7190, pode-se formular as seguintes regras:

- (i) caso o administrador tenha causado dano a outrem por conduta culposa em um contexto negocial (dentro de suas atribuições), com possível

---

31 Item 16 do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/7190.

violação do seu dever de diligência, não se deve analisar o mérito do seu ato, mas apenas o procedimento pelo qual ele foi adotado (hipótese do artigo 158, I, da Lei nº 6.404/1976); e

(ii) caso o administrador tenha causado dano a outrem por conduta culposa em um contexto não negocial, tendo deixado de observar obrigação legal que deveria cumprir, é permitido analisar o mérito do seu ato, pois o administrador não possui margem de discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da lei (hipótese do artigo 158, II, da Lei nº 6.404/1976).

A diferença entre os dois incisos do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, desse modo, diria respeito apenas ao critério de revisão do ato do administrador e, conseqüentemente, de sua culpa.

No caso de decisão negocial, em que o administrador atue dentro das suas atribuições, somente seria possível analisar o procedimento pelo qual o administrador tomou a sua decisão (isto é, se a tomou de forma informada ou não), não sendo possível analisar o mérito da decisão (isto é, se ela foi certa ou errada, boa ou ruim). A obrigação, neste caso, é de meio, bastando que o administrador demonstre ter adotado os seus melhores esforços (isto é, ter agido de forma racional e informada, sem conflito de interesses) para que afaste a sua responsabilização pessoal.

No caso de decisão não negocial, em que se esteja discutindo o cumprimento da lei ou do estatuto social, a análise da culpa do administrador pode se debruçar sobre o mérito da decisão tomada, já que o administrador não teria margem de discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da lei. A obrigação, neste caso, é de resultado, sendo necessário que o administrador demonstre ter adotado todas as medidas razoáveis e adequadas para assegurar o cumprimento da lei, de modo a afastar a sua responsabilização pessoal.



Como nota final, deve-se ressaltar que a visão acima exposta parte do pressuposto de que o dever de diligência constitui o dever fundamental dos administradores, conformando todos os demais deveres fiduciários, como, aliás, demonstrou Flávia Parente em dissertação sobre o tema.<sup>32</sup> Ao fim e ao cabo, independentemente do ato de gestão que se analisa, a lente pela qual a conduta do administrador será examinada será a do dever de diligência, seja ela a diligência na tomada da melhor decisão negocial ou a diligência na tomada da melhor decisão sobre a forma mais adequada de se cumprir a lei ou o estatuto social.

### **3. Impactos da nova interpretação: possíveis critérios para examinar a diligência (e a culpa) do administrador.**

A consequência imediata da possível nova interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 é a necessidade de um critério para a análise da diligência do administrador por decisões e atos adotados em um contexto não negocial (já que, no contexto negocial, aplica-se a *business judgment rule*).

O critério mais adequado parece ser aquele que associa a diligência do administrador: (i) ao dever de assegurar a existência e efetividade de mecanismos internos de controle na companhia voltados ao cumprimento da lei; e (ii) ao dever de reagir a alertas (“*red flags*”) que eventualmente receber por meio destes mecanismos internos de controle sobre possíveis irregularidades ocorridas nas operações sob sua supervisão (isto é, dentro do escopo de suas atribuições).

A questão dos mecanismos internos das companhias e sua relação com os deveres fiduciários de administradores foi objeto de im-

---

32 “Verificou-se, ainda, que o dever de diligência pode se considerado o dever fundamental dos administradores, constituindo um princípio geral, na medida em que atua como meio de integração, interpretação, delimitação e fundamentação dos demais deveres que lhes são impostos” (PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 248).

portantes decisões no direito norte-americano. No caso Caremark,<sup>33</sup> o Tribunal de Delaware julgou demanda em que se discutia a responsabilidade de membros do conselho de administração no âmbito da companhia Caremark International, Inc., em função de infrações recorrentes cometidas pela companhia. Tais infrações referiam-se à prática de realizar pagamentos a médicos que recomendassem aos seus pacientes produtos e tratamentos comercializados pela Caremark, visto que estes pagamentos seriam potencialmente ilícitos nos termos da Lei Contra Pagamento de Comissões (“*Anti-Referral Payments Law*”). Embora a companhia possuísse políticas para evitar pagamentos irregulares, comissões foram pagas a médicos por vários anos, até que, em 1994, a companhia e dois de seus diretores foram condenados por violações da Lei Contra Pagamento de Comissões. Como consequência desta condenação, acionistas ajuizaram, em nome da companhia, ação de responsabilidade contra os membros do conselho de administração (“*derivative suit*”). Não obstante o caso tenha terminado em acordo, o Tribunal de Delaware entendeu adequado proferir sentença para fornecer critérios sobre a responsabilidade de membros do conselho de administração na hipótese de infrações recorrentes cometidas no âmbito da companhia.

A decisão sugere que as ações de responsabilização de membros do conselho de administração podem ser divididas em dois grandes grupos. No primeiro grupo estariam as ações referentes a falhas dos administradores na tomada de decisão. Nestes casos, a responsabilidade do membro do conselho de administração poderia decorrer de dois fundamentos: (i) decisões tomadas pelo administrador com base em assessoramento deficiente ou com negligência; e (ii) prejuízos que, caso o administrador tivesse agido com cuidado, poderiam ter sido evitados. Nestas situações, a responsabilidade do membro do conselho de administração seria afastada se fosse demonstrado que agiu de boa-fé e de acordo com um procedimento racional de tomada de decisão. No segundo grupo estariam as ações que impu-

---

33 In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

tam ao membro do conselho de administração comportamento omisivo na supervisão de operações realizadas no âmbito da companhia. A respeito deste grupo de ações, o Tribunal decidiu que o critério não deveria ser que o membro do conselho de administração somente teria responsabilidade caso não respondesse aos alertas que chegassem ao seu conhecimento. Além de reagir a possíveis sinais de alerta, o administrador teria o dever de buscar assegurar, de boa-fé, a existência de um sistema de informações e reportes dentro da organização empresarial, e que o descumprimento deste dever poderia ensejar a sua responsabilidade.

A decisão do caso criou o que se convencionou chamar de “responsabilidade Caremark” (“*Caremark liability*”), associada ao dever dos administradores (especificamente dos membros do conselho de administração) de garantir que a companhia tenha mecanismos internos para mitigar o risco de atos ilícitos no âmbito da organização empresarial. A responsabilidade Caremark, segundo Stephen Bainbridge, seria fundada, essencialmente, em dois deveres: (i) de assegurar que a companhia tenha sistemas razoáveis de informação e reporte interno; e (ii) de responder a alertas (“*red flags*”) que tais sistemas forneçam.<sup>34</sup>

Embora a tarefa de revisar todos os casos relevantes da jurisprudência norte-americana em que a “responsabilidade Caremark” tenha sido empregada esteja fora do escopo do presente artigo, Stephen Bainbridge fornece um bom exemplo de demanda em que o critério foi utilizado<sup>35</sup> e que convém, para fins ilustrativos, relatar brevemente, especialmente para delimitar o alcance desta responsabilidade. Trata-se do caso “Citigroup”,<sup>36</sup> em que acionistas ajuizaram ação de indenização contra membros do conselho de administração, em

---

34 BRAINBRIDGE, Stephen M. *Caremark and enterprise risk management*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1364500>>. Acesso em: 21 mar. 2021. p. 24.

35 Ibidem. p. 15-20.

36 In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

nome da companhia (por meio de uma ação derivada, ou “*derivative suit*”), pelo fato terem permitido o aumento de exposição financeira a dívidas lastreadas em crédito imobiliário (*collateralized debt obligations*, ou “*CDOs*”), gerando relevante prejuízo durante a crise de 2008. Segundo os acionistas, os membros do conselho de administração teriam violado o seu dever de diligência ao não assegurar que a companhia teria mecanismos para impedir a assunção excessiva de riscos.

Na decisão do caso, o Tribunal de Delaware traçou uma distinção entre o caso Caremark e o caso Citigroup. Enquanto no primeiro discutiu-se a falha dos mecanismos internos da companhia para garantir o cumprimento da lei, no segundo, a alegação seria de que os mecanismos internos não eram adequados para mitigar a assunção excessiva de riscos financeiros. Em função disso, o Tribunal decidiu que não seria adequado aplicar a “responsabilidade Caremark” aos membros do conselho de administração do Citigroup, pois consideraram que a decisão de assumir riscos financeiros excessivos teve caráter negocial, portanto, protegida pela *business judgment rule*.

Assim como nos PAS CVM nº RJ2014/6517 e CVM nº RJ2016/7190, portanto, nos casos Caremark e Citigroup, o Tribunal de Delaware buscou distinguir os casos em que a diligência do administrador seria analisada em um contexto negocial, hipótese na qual seria possível aplicar a *business judgment rule*, e casos em que a diligência do administrador seria analisada em um contexto não negocial, referente ao cumprimento de obrigação legal, caso em que se aplicaria a responsabilidade Caremark.

No Brasil, seguindo a tendência norte-americana, a efetividade dos mecanismos internos da companhia tem sido objeto de discussão em casos relacionados à conduta de administradores. Como noticiam Paulo Vieira e Lucas Hermeto, os recentes escândalos empresariais ocorridos no Brasil (associados a denúncias de corrupção envolvendo empresários, como nos casos do “*Mensalão*” e do “*Petro-lão*”) e também em outros países, inclusive nos Estados Unidos (asso-

ciados a crises do mercado, como a de 2008) geraram, por um lado, a percepção de que era necessária a implementação de sistemas mais robustos de controle no âmbito das sociedades empresárias e, de outro lado, a proliferação de denúncias genéricas contra administradores, sem individualização de sua conduta ou fundamentação adequada para a sua responsabilização solidária.<sup>37</sup> Segundo os autores, o modelo de aferição da responsabilidade de administradores deveria incorporar um novo fator, que seria “a existência e a adequação dos sistemas de controle de riscos, cuja manutenção atualmente se entende como um dos deveres da administração”.<sup>38</sup> Neste cenário, o administrador deveria ser responsável não só no caso de ter ignorado alertas sobre irregularidades (“*red flags*”), mas também por não ter se certificado sobre a existência de mecanismos internos capazes de detectar irregularidades dentro da sua esfera de atuação.<sup>39</sup> Como exemplo da aplicação deste novo modelo, os autores citam<sup>40</sup> o PAS CVM nº 18/08.<sup>41</sup>

No referido caso, a CVM examinou acusação da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) contra membros do conselho de administração e diretores da Sadia S.A. por descumprimento de dever de diligência, em função de perdas milionárias sofridas pela companhia como consequência de operações de câmbio (*bedge*) supostamente praticadas em desconformidade com políticas internas. Em suas defesas, os membros do conselho de administração alega-

---

37 VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha no monitoramento de riscos: a doutrina do “Red Flag” e o papel dos sistemas de controle. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas (Coord.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. II, p. 207-212.

38 *Ibidem*, p. 207.

39 *Ibidem*, p. 214-218.

40 VIEIRA; HERMETO, loc. cit.

41 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 18/08. Relator: Diretor Alessandro Broedel Lopes. Data de Julgamento: 14 dez. 2010.

ram que não receberam alertas (“*red flags*”) sobre as operações cambiais e, portanto, não teriam tido condições de impedir a sua realização.

De acordo com a CVM (por maioria de seu Colegiado), no entanto, o desconhecimento de alertas não seria suficiente para afastar a responsabilidade dos membros do conselho de administração se não houvesse demonstração de que os administradores buscaram se certificar de que os mecanismos internos de controle seriam adequados para detectar possíveis irregularidades. Como afirmado pelo relator do caso, “[c]ai por terra, sob essa ótica, a alegada ausência de *red flags*, que permitissem que o CA tivesse ciência do risco que as operações apresentavam à companhia”, pois os membros do conselho de administração “deveriam ter se informado sobre o fluxo dos seus sistemas de controle. Perceberiam, com isso, que os *red flags*, mesmo quando disparados, não chegariam ao seu conhecimento – como, de fato, ocorreu”.<sup>42</sup> Com base neste argumento, a CVM, por maioria, condenou os membros do conselho de administração ao pagamento de multa pecuniária no valor individual de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

Outros julgados da CVM também abordaram a questão dos controles internos, mas não é necessário, para o escopo deste trabalho, analisá-los individualmente, em detalhes. Uma síntese destes casos pode ser encontrada em trabalho de Rachel Sztajn e Andrea F. Andrezo.<sup>43</sup> Para os fins deste trabalho, basta a constatação de que já há, na jurisprudência e na doutrina societária nacional, alguns critérios que podem servir de guia para uma nova perspectiva de análise da diligência do administrador por decisões tomadas em um contexto

---

42 Vide item 47 do voto do Relator Diretor Alessandro Broedel Lopes no processo administrativo sancionador CVM nº 18/08.

43 SZTAJN, Rachel; ANDREZO, Andrea F. Compliance e controles internos: Brasil vs. EUA. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus Freitas (Coord.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo, Quartier Latin, 2020. v. II, p. 236-238.

não negocial, em que se discuta a sua responsabilidade por violação da lei ou do estatuto.

O já citado trabalho de Paulo Vieira e Lucas Hermeto sugere a adoção de um “mapa” para guiar a análise dos administradores, com base no voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/6517 (analisado acima), que compreende três etapas: (i) definição das competências legais e estatutárias do administrador, para verificar se ele tinha a obrigação de conduzir diretamente determinado assunto ou praticar certo ato; (ii) aferição do grau de tecnicidade da matéria, de modo a verificar se o administrador poderia (ou deveria) se apoiar na opinião de especialistas (*reliance defense*); e (iii) análise da existência de sinais de alerta (“*red flags*”) que demandasse do administrador uma atenção maior a assuntos ou atos específicos.

Com base em todo o exposto até aqui, propõe-se que a análise da conduta do administrador seja guiada pelos seguintes critérios:

	<b>Decisão/ato negocial (artigo 158, caput, I, da Lei nº 6.404/176)</b>	<b>Decisão/ato não negocial (artigo 158, caput, II, da Lei nº 6.404/176)</b>
Conteúdo do dever de diligência:	Obrigação de tomar decisão informada.  Obrigação de se especializar para a função.	Obrigação de monitorar as atividades da companhia dirigidas ou fiscalizadas pelo diretor e assegurar a existência e efetividade de mecanismos de controle.  Tomar adequado conhecimento dos fatos quando alertado pelas circunstâncias que exijam sua atenção.
Possíveis defesas no caso de alegado descumprimento do dever de diligência:	<i>Business judgment rule</i>  Administrador se pautou na opinião de especialistas ( <i>reliance defense</i> )	Ausência de <i>red flags</i>  Existência de mecanismos internos efetivos, ainda que tenham falhado pontualmente.

## **Conclusão.**

Conforme visto ao longo deste trabalho, decisões recentes da CVM podem fornecer uma nova interpretação do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, que se baseia na seguinte regra: a culpa do administrador deve ser provada, não presumida, mas a forma de sua análise depende do contexto em que o ato foi praticado ou a decisão foi tomada. Se o administrador toma decisão em um contexto negocial (dentro de suas atribuições, conforme artigo 158, *caput*, inciso I, da Lei nº 6.404/1976), a sua culpa deve ser aferida com base no procedimento pelo qual a decisão foi tomada, afastando-se a possibilidade de análise do mérito deste ato, em função da aplicação da *business judgment rule*. Se o administrador toma decisão fora do contexto negocial, isto é, em um contexto de cumprimento da lei ou do estatuto social (artigo 158, *caput*, inciso II, da Lei nº 6.404/1976), afasta-se a *business judgment rule* e permite-se analisar o mérito da decisão tomada, já que o administrador não possui discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da norma legal ou estatutária. Nestes casos, a diligência (e, por consequência, a culpa) do administrador deverá ser aferida a partir: (i) dos esforços razoáveis e adequados empregados pelo administrador para o cumprimento da lei ou do estatuto social; (ii) da existência de mecanismos internos na companhia para a detecção de possíveis irregularidades; e (iii) da reação do administrador a possíveis sinais de alerta (“*red flags*”) *que estes mecanismos internos tenham fornecido*.