



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Roberto Nasato Kaestner

Regime jurídico do contrato de indenidade em companhias abertas: custos de oportunismo contratual, problemas de agência e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018

Florianópolis
2023

Roberto Nasato Kaestner

Regime jurídico do contrato de indenidade em companhias abertas: custos de oportunismo contratual, problemas de agência e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, Estado e Sociedade.

Orientador(a): Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto

Florianópolis

2023

Nasato Kaestner, Roberto

Regime jurídico do contrato de indenidade em companhias abertas : custos de oportunismo contratual, problemas de agência e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018 / Roberto Nasato Kaestner ; orientador, Orlando Celso da Silva Neto, 2023.

146 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-Graduação em Direito, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Direito. 3. Direito Societário. 4. Análise econômica do direito. 5. Contrato de indenidade. I. Silva Neto, Orlando Celso da. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

Roberto Nasato Kaestner

Regime jurídico do contrato de indenidade em companhias abertas: custos de oportunismo contratual, problemas de agência e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018

O presente trabalho em nível de Mestrado foi avaliado e aprovado, em 9 de março de 2023, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Orlando Celso da Silva Neto, Dr.
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Rafael Peteffi da Silva, Dr.
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Eduardo de Avelar Lamy, Dr.
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

Certificamos que esta é a versão original e final do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Mestre em Direito.

Insira neste espaço a
assinatura digital

Coordenação do Programa de Pós-Graduação

Insira neste espaço a
assinatura digital

Prof.(a) Orlando Celso da Silva Neto, Dr.(a)
Orientador(a)

Florianópolis, 2023.

Para Roberto, Maria e Edgar.

AGRADECIMENTOS

Não foi fácil concluir esta pesquisa. Iniciado dias anteriores à eclosão da pandemia do novo coronavírus, o Mestrado em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina foi cursado em ambiente virtual. Mudanças de planos também aconteceram, com um retorno a São Paulo e ao antigo escritório. Diante dessas dificuldades, há muitas pessoas que merecem os agradecimentos por esta etapa chegar ao seu final.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, dona Deva e seu Aldo, que ensinaram-me o gosto pelo estudo, pelo debate e pela Universidade. Agradeço à Karla, minha irmã, que me oferece seus ouvidos sempre que eu preciso desabafar (ou reclamar de algo). Agradeço à oma, Hildegard Kaestner, única de meus avós que viveu comigo a minha carreira profissional e acadêmica.

Agradeço – muito – à Thais e todo o amor e carinho com que me tratou na elaboração desta pesquisa. Quando o caminho estava tortuoso, com um sentimento de estar perdido diante de uma grande floresta, era o colo da Thais que me confortava e gerava os *insights* que superaram as dificuldades da pesquisa. Sem a companhia da Thais, este trabalho não teria sido concluído.

Agradeço aos pais da Thais, meu sogro e minha sogra. Longe de minha casa, fui por eles adotado, sendo tratado como um filho. Seus cafés, doces e companhia foram um auxílio importante na elaboração deste trabalho.

Os agradecimentos também são dirigidos à Vilma Kutomi e Sólon Cunha. Foi a partir de um trabalho realizado com a Vilma que o tema surgiu. E, foi um e-mail noturno do Sólon, que me abriu o horizonte para o instigante tema que estava à minha frente. Admiro a sensibilidade de Vilma e Sólon em dividirem com seus advogados mais novos sua experiência profissional, oferecendo conselhos para a elaboração de respostas criativas e eficientes aos clientes.

Há também que se fazer um agradecimento aos professores, em especial ao Professor Doutor Orlando Celso da Silva Neto. Sua compreensão, paciência e amizade foram necessárias para a conclusão deste trabalho. Talvez este trabalho não teria sido concluído se o orientador fosse outro.

E, por fim, mas não menos importante, um agradecimento aos amigos. De Mestrado, ao amigo Rafael Niebuhr Maia de Oliveira. De escritório, aos amigos Filipe Vergette, Rafael Caetano, Vinicius Sabatine, Arthur Quadros, Gabriel Lucena, Gabriel

Queiroz e André Seto. De vida, aos amigos Luiz Felipe Rocha de Athayde, Gregory Engicht, Walter Eduardo Kaufmann e Vinicius Wiggers.

“Hegel previu que o Estado seria a unidade básica da sociedade moderna; Marx, que seria a comuna; Lenin e Hitler, que seria o partido político. Antes disso, uma série de santos e sábios disseram a mesma coisa em relação à igreja paroquial, à casa-grande do senhor feudal e à monarquia. A grande tese deste livrinho é que todos eles estavam enganados. A organização mais importante do mundo é a empresa, que é a base da prosperidade do Ocidente e constitui a melhor esperança para o futuro do resto do mundo. Com efeito, para a maioria de nós, a única verdadeira rival da empresa em termos de tempo e energia é uma coisa em que nem pensamos: a família. (E agora, numa divertida troca, a família mais conhecida do mundo, a monarquia britânica, de cujos caprichos e favores dependiam as mais antigas companhias anônimas inglesas, refere-se a si mesma como ‘a firma’.)” (MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **A companhia: breve história de uma ideia revolucionária.** Rio de Janeiro: Objetiva, 2003, p. 15)

RESUMO

Inserida na linha de pesquisa *Direito Privado, Processo e Sociedade de Informação*, este trabalho objetiva investigar o contrato de indenidade no contexto das companhias abertas brasileiras, desde as motivações para sua utilização como mecanismo de proteção patrimonial do administrador de companhia aberta até a análise dos problemas de agência dele decorrentes. Por meio do método dedutivo-monográfico e da utilização da pesquisa bibliográfica, o trabalho inicia com uma exposição sobre o risco inerente à atividade empresarial e a demanda por instrumentos de proteção patrimonial pelos administradores de companhias abertas. Neste primeiro capítulo, a fim de responder ao problema relacionado ao risco da atividade empresarial e a demanda por instrumentos de proteção patrimonial, também é abordado o fenômeno da pessoa jurídica, sendo apresentados os efeitos da autonomia patrimonial e da limitação de responsabilidade, finalizando com a crise da pessoa jurídica e a análise da desconsideração da personalidade jurídica. No segundo capítulo, que se inicia com uma exposição quanto à importância do processo decisório para a gestão de riscos das companhias abertas, acaba por ser dedicado ao estudo dos deveres fiduciários do administrador e outras formas de responsabilidade do administrador, a exemplo da tributária, trabalhista etc. Estes dois primeiros capítulos são relevantes para que se possa chegar à análise do tema principal da dissertação, na medida em que fica justificada a adoção do contrato de indenidade como instrumento de proteção patrimonial e a importância da maturidade do processo decisório para se avaliar os problemas de agência decorrentes do contrato de indenidade. E isso porque ficou claro que a extensão da responsabilização de administradores provocou um aumento no uso do contrato de indenidade como forma de proteção patrimonial contra perdas financeiras decorrentes do exercício da administração. A análise do regime jurídico do contrato de indenidade é o objeto do último capítulo, em que também se investiga a existência dos problemas de agência decorrentes do contrato de indenidade e sua mitigação. Embora os resultados não tenham sido conclusivos a ponto de indicar a mitigação dos problemas de agência nos contratos de indenidade pelo Parecer de Orientação CVM nº 38, 2018, concluiu-se que o regime decisório adotado nas companhias abertas é um elemento importante para a análise quanto à utilização dos contratos de indenidade por companhias abertas. A conclusão parcial do trabalho é de que a modelagem contratual e o processo de decisão estruturado pelas companhias abertas na celebração e no cumprimento do contrato de indenidade constituem os pontos centrais para a mitigação dos problemas de agência dele decorrentes. Considerando se tratar de uma análise de casos concretos, haverá necessidade de acompanhar a jurisprudência da CVM para se ter resultados mais satisfatórios quanto aos critérios que, de fato, serão reputados relevantes pelo órgão regulador para a mitigação dos problemas de agência no contrato de indenidade.

Palavras-chave: contrato de indenidade; conflito de interesses; responsabilidade do administrador.

ABSTRACT

As part of the Private law, Procedure and Information Society line of research, this paper aims to investigate the indemnification agreements in the context of Brazilian publicly traded companies, from the motivations for its use as an asset protection mechanism for officers and directors of a public company to the analysis of the agency problems arising from it. By means of the deductive monograph method and the use of bibliographical research, the paper begins with an exposition on the risk inherent to corporate activity and the demand for asset protection instruments by the officers and directors of publicly traded companies. In this first chapter, in order to address the problem related to the risk of corporate activity and the demand for asset protection instruments, the paper addresses the concept of legal entity, and presents the effects of asset autonomy and the limitation of liability, ending with the crisis of the legal entity and an analysis of the disregard of legal entity (piercing the corporate veil). The second chapter begins with an exposition on the importance of the decision-making process for managing risks of publicly held companies and ends up being dedicated to studying the fiduciary duties and other forms of officers and directors liability, such as tax, labor, etc. These first two chapters are relevant to reach the analysis of the dissertation's main theme, insofar as the adoption of the indemnification agreements as an asset protection instrument is justified, and the importance of having a mature decision-making process to evaluate agency problems arising from the indemnification agreements. This is because it is clear that extending the accountability of officers and directors has caused an increase in the use of the indemnification agreements as a form of asset protection against financial losses arising from the exercise of management. Analyzing the legal framework of the indemnification agreements is the subject of the last chapter, in which the existence of agency problems arising from the indemnification agreements and its mitigation are also investigated. Although the results were not conclusive to the point of indicating the mitigation of agency problems in indemnification agreements by CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission) Guidance Opinion no. 38, 2018, it was concluded that the decision-making framework adopted by publicly traded companies is an important element for the analysis regarding the use of indemnification agreements by such companies. The partial conclusion of the work is that the contractual modeling and the decision-making process structured by public companies in the conclusion and fulfillment of the indemnification agreements constitute the central points for the mitigation of the agency problems arising from it. Considering that this is an analysis of concrete cases, it will be necessary to follow CVM case-law in order to have more satisfactory results regarding the criteria that, in fact, will be considered relevant by the regulatory agency for the mitigation of agency problems in indemnification agreements.

Keywords: indemnification agreements; conflict of interest; liability of officers and directors.

LISTA DE TABELA

Tabela 1 – Comparação com o levantamento feito pela SEP em 2016	98
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abrasca	Associação Brasileira das Companhias Abertas
CARF	Conselho Administrativo de Recursos Fiscais
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CTN	Código Tributário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D&O	<i>Directors and Officers Liability Insurance</i>
Lei da Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
Lei das S.A.	Lei nº 6.404/1976 ou Lei das Sociedades por Ações
PAS	Processo Administrativo Sancionador
SEP	Superintendência de Relações com Empresas da CVM
SMI	Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários da CVM
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
2	RISCO EMPRESARIAL E A DEMANDA POR INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO PATRIMONIAL	21
2.1	RISCO COMO ELEMENTO ESSENCIAL DA ATIVIDADE EMPRESARIAL 21	
2.2	DEMANDA POR INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO CONTRA RISCOS DE PERDA FINANCEIRA POR ATOS PRATICADOS PELO ADMINISTRADOR	27
2.2.1	Os principais instrumentos de proteção patrimonial ao administrador 30	
2.2.1.1	<i>Seguro D&O.....</i>	31
2.2.1.2	<i>Contrato de indenidade</i>	33
2.3	RISCO EMPRESARIAL COMO CAUSA PARA A LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DE SÓCIOS E ADMINISTRADORES	35
2.3.1	O instituto da personalidade jurídica e a autonomia patrimonial	35
2.3.2	O princípio da limitação de responsabilidade de sócios e administradores	43
2.3.3	A teoria da desconsideração da personalidade jurídica	48
2.3.3.1	<i>Breve evolução histórica e teorias da desconsideração da personalidade jurídica</i>	50
2.3.3.2	<i>O conceito e as funções da desconsideração da personalidade jurídica</i> 55	
2.3.3.3	<i>Exceções legais à regra geral da desconsideração da personalidade jurídica</i> 57	
2.3.3.4	<i>Desconsideração inversa da personalidade jurídica</i>	59
3	RISCO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR	61
3.1	OS DEVERES DO ADMINISTRADOR	62
3.1.1	Dever de diligência do administrador	64
3.1.2	Dever de observar o interesse social.....	70
3.1.3	Dever de lealdade.....	73
3.1.4	Proibição de atuar em conflito de interesses	76
3.1.5	Dever de informar	79

3.2	O <i>BUSINESS JUDGMENT RULE</i> COMO REGRA PARA ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR	80
3.3	OUTRAS FONTES DE RESPONSABILIDADE	82
3.3.1	Responsabilização por dívidas tributárias	83
3.3.2	Responsabilização por dívidas trabalhistas	84
3.3.3	Responsabilização por ilícitos ambientais	86
3.3.4	Responsabilização em processo administrativo sancionador	87
4	REGIME JURÍDICO DO CONTRATO DE INDENIDADE	91
4.1	DEFINIÇÕES GERAIS DO CONTRATO DE INDENIDADE	91
4.1.1	Conceito.....	91
4.1.2	Estrutura	93
4.1.3	Utilização do contrato de indenidade por companhias abertas	95
4.2	CONTRATO DE INDENIDADE NA VISÃO DA CVM	96
4.2.1	Caso Kepler Weber (PAS RJ2009/8316)	96
4.2.2	Caso Banestes (PAS RJ2011/2595)	99
4.2.3	Caso BM&FBovespa (Processo SEI nº 19957.004523/2016-20)	101
4.2.4	Caso JBS (Processo SEI nº 19957.007563/2017-12).....	103
4.2.5	Ofício-Circular CVM/SEP nº 02/2018.....	104
4.2.6	Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018.....	105
4.2.6.1	<i>Destinação</i>	106
4.2.6.2	<i>Forma</i>	107
4.2.6.3	<i>Cobertura e excludentes</i>	107
4.2.6.4	<i>Processo decisório sobre a concessão da indenidade</i>	108
4.2.7	E se o parecer de orientação CVM nº 38, de 2018, não for observado pelas companhias abertas?	109
4.2.8	Ofício-Circular CVM/SEP nº 01/2021.....	110
4.3	PROBLEMAS DE AGÊNCIA NO CONTRATO DE INDENIDADE	111
4.3.1	Comportamento oportunista dos administradores e a celebração de contrato de indenidade	112
4.3.2	Conflitos de interesses no contrato de indenidade e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018	116
4.3.3	A maturidade da governança corporativa da companhia como elemento importante para a mitigação dos custos de oportunismo contratual e de problemas de agência no contrato de indenidade	120

5	CONCLUSÃO	124
	REFERÊNCIAS	126
	ANEXO A – PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 38, DE 2018.....	144

1 INTRODUÇÃO

Observou-se, nos últimos anos, maior exposição de administradores em razão de sua atuação em companhias abertas, seja em razão de decisões judiciais para extensão da responsabilidade primária da companhia, seja pela responsabilização pela falta aos seus deveres fiduciários. Existem assim toda sorte de riscos de perda financeira ao administrador por atos praticados no exercício do cargo.

Em razão disso, houve uma preocupação dos administradores para a proteção do seu patrimônio pessoal, fazendo com que a utilização do contrato de indenidade aumentasse nos últimos anos, normalmente como um complemento ao seguro D&O. O contrato de indenidade é um mecanismo de proteção patrimonial do administrador, em que a companhia promove o pagamento, adiantamento ou reembolso de despesas e custas judiciais ou de perdas financeiras decorrentes de processo judicial movido em face da companhia.

Sendo um contrato atípico e fruto de importação ao sistema jurídico brasileiro, o contrato de indenidade não possui regras próprias destinadas à sua celebração e utilização. Além disso, o fato de os limites e o uso da indenidade serem objetos de deliberação pela própria companhia, i.e., por seus administradores, sua utilização gerou a dúvida quanto ao conflito de interesses inerente à indenidade.

Ora, se é o próprio administrador que celebra e vota pela concessão da indenidade, então, há aqui um conflito entre os interesses pessoais do administrador e os interesses da companhia. Por esse motivo, em companhias abertas, a CVM sempre se demonstrou receosa em relação à celebração de contrato de indenidade, dando preferência ao seguro D&O.

Em acréscimo ao risco de conflito de interesses, por se tratar de um contrato diferido, o contrato de indenidade representa custos de oportunismo contratual, na medida em que o administrador pode agir de maneira oportunista, buscando beneficiar-se da decisão.

Dessa maneira, a pesquisa se propõe a investigar o regime jurídico do contrato de indenidade, apresentando o estado da arte deste instituto jurídico e, ao final, avaliar a existência (ou não) de conflito de interesses na celebração e uso do contrato de indenidade e a efetividade do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2019, na solução deste conflito.

Para tanto, apresenta-se a pesquisa dividida em três capítulos. O primeiro capítulo trata do risco empresarial e dos instrumentos de proteção contra riscos de perda financeira por atos praticados pelo administrador. São apresentados os instrumentos de proteção utilizados no contexto brasileiro, quais sejam o seguro D&O e o contrato de indenidade. Ainda neste primeiro capítulo, aborda-se a criação pelo direito da figura da pessoa jurídica como instrumento para limitar esse risco, especialmente considerando os efeitos da autonomia patrimonial e da limitação da responsabilidade do sócio e do administrador, ressaltando-se a importância da existência de meios que limitem a responsabilidade do administrador pelos atos de gestão praticados em nome da companhia. Também é neste primeiro capítulo que se oferece uma análise sobre a desconsideração da personalidade jurídica, apresentando o atual cenário de crise da limitação de responsabilidade e como isso interfere na busca pelos administradores de instrumentos que possam oferecer proteção ao seu patrimônio pessoal, evitando sua utilização para o pagamento de obrigações contraídas pela companhia no exercício regular da gestão.

O segundo capítulo, por sua vez, tem como tema o regime de responsabilidade do administrador, sendo analisados os deveres fiduciários do administrador de companhia aberta e a existência de outras formas de responsabilidade deste administrador, especialmente nas áreas do direito tributário, trabalhista etc. Novamente, aqui, apresenta-se a justificativa para a utilização do contrato de indenidade como elemento relevante para a atração e retenção de administradores. Como se verá, nas mais diversas áreas, há uma tendência à elevação das hipóteses de responsabilização do administrador, o que eleva a importância da definição de um processo decisório claro e objetivo e na utilização de instrumentos de proteção patrimonial ao administrador.

Por fim, no terceiro – e último – capítulo desta pesquisa, após justificadas a utilização do contrato de indenidade como instrumento de proteção patrimonial ao administrador, busca-se responder ao problema posto nesta dissertação. Propõe-se, para tanto, um regime jurídico do contrato de indenidade, a partir da análise de seu conceito, estrutura mínima e evolução do posicionamento da CVM quanto ao contrato de indenidade. Além do regime jurídico proposto para o contrato de indenidade, analisa-se neste capítulo as respostas oferecidas pela CVM no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, para a mitigação dos problemas de agência existentes no contrato de indenidade. Há, ainda, a apresentação de números em que se demonstra

o aumento no uso do contrato de indenidade por companhias abertas do segmento de listagem Novo Mercado, o que se justifica pelas condições apresentadas no mercado empresarial brasileira, especialmente em relação à crise da pessoa jurídica e da limitação de responsabilidade e ao aumento da responsabilização de administradores por atos de gestão.

Considerando a evolução do tratamento do contrato de indenidade pela CVM, o objetivo geral da pesquisa é investigar o estado da arte do contrato de indenidade, apresentando seu regime jurídico e analisando a existência de problemas de agência inerentes à sua adoção por companhias abertas. Como objetivos específicos, destacam-se: (i) definir o conceito e identificar a origem do contrato de indenidade; (ii) analisar a relação existente entre o contrato de indenidade e o seguro D&O; (iii) verificar a adoção do contrato de indenidade por companhias abertas brasileiras; (iv) analisar a evolução da posição da Comissão de Valores Mobiliários sobre o contrato de indenidade, especialmente as decisões tomadas em processos administrativos sancionadores sobre a matéria e a estabilização da matéria pelo Parecer de Orientação CVM nº 38, de 201; e (v) avaliar a existência e a mitigação dos problemas de agência potencialmente existentes no contrato de indenidade.

Há – ainda e muito importante – o objetivo institucional da pesquisa, que é a de obter o título de Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina.

Quanto à justificativa da pesquisa, ressalta-se o expressivo aumento na utilização do contrato de indenidade, tratando-se de um fato existente na realidade das companhias abertas brasileiras atualmente. Ou seja, a contratação de administradores depende – muitas vezes – da oferta de um contrato de indenidade, o que aumenta os custos de transação incorridos nessa contratação e lança mão de um olhar mais diligente sobre os problemas de agência incorridos no contrato de indenidade. É importante destacar, aqui, que o contrato de indenidade tem sido objeto de pareceres por parte de escritórios de advocacia, recomendando o seu uso diante da crise da pessoa jurídica e da limitação de responsabilidade e como forma de atração e retenção de administradores por companhias.

Trata-se de um tema ainda pouco estudado em pesquisas científicas, embora fruto de muitas discussões em ambientes profissionais relacionados ao direito empresarial. Não há uma disciplina jurídica quanto ao contrato de indenidade, o que

justifica a pesquisa e a sua ambição em oferecer o estado da arte do contrato de indenidade.

Como hipótese à problemática apresenta-se o estado da arte do contrato de indenidade, com a apresentação detalhada do seu regime jurídico, por meio da análise de seu conceito e estrutura e dos elementos que o compõem extraídos das decisões normativas da CVM sobre o tema. Também como hipótese ao problema oferece-se resposta afirmativa quanto à existência de problemas de agência na celebração e utilização do contrato de indenidade, na medida em que nele existem interesses contrapostos entre administradores e companhias e a percepção de que o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, não foi suficiente para mitigar esses problemas de agência.

A hipótese foi parcialmente confirmada. Embora tenha sido possível estabelecer o regime jurídico do contrato de indenidade e a existência de problemas de agência em sua celebração e execução, a conclusão quanto à mitigação dos problemas de agência pelo Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, não foi definitiva. Além de ser mera orientação da CVM, sem caráter vinculativo, o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, traz critérios genéricos para a mitigação de conflitos de interesses em contratos de indenidade.

Dessa forma, não se pode concluir que o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, é suficiente por si só para a mitigação dos problemas de agência no contrato de indenidade. Como se verá nesta dissertação, a mitigação dos problemas de agência é verificada no caso concreto, de modo que, acredita-se, que os critérios utilizados no processo decisório serão fundamentais para essa mitigação.

Há aqui uma relação próxima com a maturidade da governança corporativa da companhia. A utilização de um processo decisório claro e objetivo, com a devida gestão de riscos, será um elemento fundamental para a mitigação dos problemas de agência no contrato de indenidade.

De outro lado, a conclusão é parcial, na medida em que será necessário o acompanhamento dos julgamentos da CVM para se definir os critérios que serão verificados pelo órgão regulador como fundamentais para a adequação do contrato de indenidade aos deveres fiduciários do administrador. Tratando-se de tema novo, essa é uma dificuldade que se apresentou durante a pesquisa.

É preciso, assim, continuar acompanhando a evolução jurisprudencial da CVM no que diz respeito ao contrato de indenidade. Como se verá, em um primeiro

momento, a CVM posicionou-se de maneira bastante conservadora em relação ao contrato de indenidade, para, depois, amenizar suas restrições a este instrumento de proteção patrimonial contra riscos de perda financeira do administrador.

Por fim, não menos importante por se tratar de um trabalho científico, no plano metodológico, para a realização da pesquisa, utilizar-se-á o método de abordagem dedutivo, o método de procedimento monográfico e a técnica de pesquisa bibliográfica, com a consulta a fontes de pesquisas tradicionais (legislação, doutrina, jurisprudência etc.).

2 RISCO EMPRESARIAL E A DEMANDA POR INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO PATRIMONIAL

2.1 RISCO COMO ELEMENTO ESSENCIAL DA ATIVIDADE EMPRESARIAL

Antes de iniciar essa dissertação, uma premissa básica, importante dizer. Como informa diretamente o título deste trabalho, o objeto desta investigação é o contrato de indenidade em companhias abertas¹ brasileiras. Dessa forma, utilizar-se-á a nomenclatura companhia – evitando-se o uso de empresa² ou sociedade³, que,

¹ Para uma compreensão do conceito de companhia aberta, indispensável a obra de Fabiana Mendonça Martins de Almeida, de título “Companhia Aberta: objeto e estrutura da disciplina jurídica”. Sobre o conceito de companhia aberta, extrai-se de Almeida (2022, p. 192-193; 201-202): “Em nossa opinião, o exame do conceito de companhia aberta das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 e das normas legais e regulamentares sobre o tema confirma que o registro corresponde ao requisito de admissão à negociação para fins do enquadramento como companhia aberta. Nesse sentido, quanto à divergência consignada, entendemos mais adequada a interpretação de que a definição legal de companhia aberta traduz critério *formal*. (...) Em suma, entendemos mais adequada a interpretação de que são companhias abertas para os fins do *caput* do artigo 4 da Lei n. 6.404/1976 e do *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação nesse mercado, assim entendidas aquelas registradas perante a CVM, independentemente de concomitante ou posterior obtenção de registro de distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão, da listagem da companhia, da admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercado organizado e, ainda, de sua efetiva negociação. A partir desse macro, ficam então as companhias registradas sujeitas à disciplina societária das companhias abertas, assim como ao respectivo registro regulatório, concentrado na ampla divulgação de informações.”

² Foi Bulgarelli quem identificou que o conceito de empresa, pelo direito, é menos científico e mais intuitivo (BULGARELLI, 1995, p. 18). Em seu clássico *Profili dell'impresa*, Alberto Asquini explica o fenômeno empresa sob quatro perfis: (a) o perfil subjetivo, em que a empresa é entendida como sinônimo de empresário; (b) o perfil funcional, em que a empresa é compreendida como a atividade empresarial; (c) o perfil objetivo, em que a empresa significa o estabelecimento empresarial; e (d) o perfil corporativo, em que a empresa é vista como instituição (ASQUINI, 1996). Em seu clássico *Corso di Diritto Commerciale*, Tullio Ascarelli também traz o conceito de empresário. Por ser conceito deveras importante para o direito empresarial, apresentam-se excertos dos capítulos denominados *O Empresário* e *A Atividade do Empresário*, já traduzidos para a língua portuguesa por Fabio Konder Comparato e Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França: (i) “I. O que qualifica o empresário – conceito central na sistemática da legislação italiana – é, em minha opinião, uma atividade econômica (assim como uma atividade econômica qualificava o comerciante): ‘é empresário’, reza o art. 2.082 do Código Civil, ‘quem exerce profissionalmente uma *atividade* econômica organizada, dirigida à produção ou à troca de bens ou serviços’. É pois a natureza (e o exercício) da atividade que qualifica o empresário (e não, ao contrário, a qualificação do sujeito que determina atividade) e essa prioridade da atividade exercida para a qualificação do sujeito pode-se notar a persistência de um elemento objetivo, como critério de aplicabilidade da especial disciplina ditada para a atividade e para quem a exerce.” (ASCARELLI, 1998, p. 183); e (ii) “A definição jurídica de ‘empresário’ importa, por isso, o apelo a conceitos não definidos no sistema e cujo alcance deve valorar-se em relação à concepção social corrente.” (ASCARELLI, 2009, p. 584).

³ Ao comentar o artigo 981 do Código Civil, Gonçalves Neto (2013, p. 142) assim explica o conceito de sociedade: “A sociedade é um *negócio jurídico* que tem por propósito criar um novo sujeito de direito, distinto das pessoas (ou da pessoa) que o ajustam, capaz de direito e de obrigações na ordem civil, para facilitar o intercâmbio no mundo do direito, interpondo-se entre seus criadores (ou seu criador) e terceiros na realização de negócios. (...) Com essas observações, e pondo em evidência a principal particularidade da sociedade, que é a criação de um ente, de um sujeito de direito, que vista a atuar como se fosse uma pessoa natural no preenchimento da função que justificou a celebração de tal negócio jurídico, entendo que se pode dizer que ‘sociedade é a organização resultante de um negócio jurídico produzido pela formação da vontade de uma ou várias pessoas, para se interpor nas relações entre elas e terceiros, que o ordenamento chancela como modo de preencher uma determinada função – qual seja

como se sabe, possuem conceitos distintos⁴. Ultrapassada essa premissa inicial, de natureza terminológica, pode-se iniciar este capítulo – e o trabalho propriamente dito.

Não há dúvida que o risco está presente na atividade empresarial desde sempre, a tal ponto que Romano Cristiano chega a afirmar que “empresa é risco” (CRISTIANO, 2007)⁵. Ao tratar da função da personalidade jurídica, Sztajn (2005, p. 387) afirma que os “(...) riscos (...) são indissociáveis da atividade empresarial”. A Consolidação das Leis do Trabalho, ao trazer o conceito de empregador, exige que haja, por ele, a assunção dos riscos da atividade econômica.

O exercício da atividade empresarial envolve riscos internos e externos à companhia⁶. Enquanto os riscos internos vinculam-se à direção da companhia, os riscos externos referem-se aos eventos que ocorrem de fora para dentro da companhia, consubstanciados, normalmente, em acontecimentos que independem da vontade do acionista controlador ou de seus administradores.

a de facilitar a prática de atos ou negócios jurídicos voltados à realização de certos fins econômicos por elas pretendidos’ (*Lições de direito societário*, v. 1, n. 2, p. 9)”. Além disso, para a exata compreensão do instituto, indispensável a referência ao texto *O Contrato Plurilateral*, de Tullio Ascarelli (ASCARELLI, 1969, p. 255-312).

⁴ É importante recordar – nesse ponto – a valiosa observação de GRAU (1982, p. 233), para quem “os conceitos jurídicos são usados não para definir essências, mas sim para permitir a viabilização e a aplicação de normas jurídicas.”. As diferenças entre os conceitos de companhia, sociedade e empresa são valiosos para a adequada compreensão do direito societário (e para a definição da limitação do tema deste trabalho). Sociedade e empresa: a sociedade pode adquirir a qualidade de empresa, mas com ela não se confunde. Existem sociedades empresárias e sociedades simples, nos termos do artigo 982 do Código Civil. Neste sentido, escrevem Spinelli, Tellechea e Scalzilli (2021, p. 68-69): “(...) a empresa é o objeto da sociedade empresária, enquanto a atividade não empresária é o objeto das sociedades simples – a atividade econômica (empresária ou não-empresária) é o objeto da sociedade (empresário ou simples, respectivamente), não existindo uma relação de necessidade entre sociedade e empresa. (...) Nem toda empresa é explorada por sociedade, da mesma forma que nem toda sociedade explora a empresa. (...) É a sociedade que adquire a qualidade de empresária – ou simples, caso não explore atividade empresária (...)”. Por sua vez, se sociedade é gênero, companhia é espécie – como, aliás, fica claro da leitura do artigo 1º da Lei das S.A.

⁵ Afirma Cristiano (2007, p. 94): “É justamente este o âmago ou o ponto nevrálgico de toda a argumentação a ser desenvolvida. Pois, se é verdade que a palavra ‘empresa’ não se refere a todos os tipos de atividade humana (existem com efeito inúmeras atividades que não fazem, por certo, surgir nenhum tipo de empresa), também não pode haver dúvida a respeito do seguinte: em sentido geral, a característica fundamental (portanto – note-se – não única) de toda e qualquer empresa é a existência de atividade contendo risco em grau relevante. Melhor dizendo: onde há empresa há risco; ou, caso se prefira: havendo empresa, ela só é tal porque nela há risco; risco de dano notável ou de perda de algo importante.”.

⁶ É o que afirmam Cateb e Pimenta (2019, p. 225): “A empresa é essencialmente uma atividade de risco econômico.”.

Os riscos externos são definidos por mudanças tecnológicas⁷ – quem não se recorda do famoso caso da Nokia⁸ e da Kodak⁹ –, alterações regulatórias no mercado de atuação da companhia¹⁰ etc., podendo ser chamados de riscos do capital (e normalmente suportados pelos acionistas) (CUNHA, 2016, p. 212).

⁷ É importante destacar, aqui, a teoria da “destruição criativa” proposta por Joseph A. Schumpeter, segundo o qual há a recorrente destruição de velhos modelos de mercados pela abertura e desenvolvimento de novos modelos e que esse processo é um fato do capitalismo. Segundo Schumpeter (1950, p. 83): “The opening up of new markets, foreign or domestic, and the organizational development from the craft shop and factory to such concerns as U.S. Steel illustrate the same process of industrial mutation – if I may use that biological term – that incessantly creating a new one. This process of Creative Destruction is the essential fact about capitalism”. Para aprofundar no estudo do processo de destruição criativa de Schumpeter, sugere-se: DIAMOND JR., Arthur M.. Schumpeter's Creative Destruction: a review of the evidence. **Journal Of Private Enterprise**, Hartford, v. XXII, n. 1, p. 120-146, Fall 2006. Disponível em: <https://digitalcommons.unomaha.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=econrealestatefacpub>. Acesso em: 16 nov. 2022.

⁸ Sobre a ascensão e o declínio da Nokia, extrai-se de Au-Yong-Oliveira (2020, p. 225-226): “Apesar de a Nokia estar preparada para enfrentar novos concorrentes, regrediu para um processo de tomada de decisões ‘lento’ e desatualizado em comparação com as outras empresas. Esta firma conseguiu ser líder no mercado global no setor de telemóveis, com vendas a subir substancialmente em 2007 e mantendo-se assim até o início de 2008. (...) e a sua quota de mercado a nível mundial chegou aos 39%, no início de 2008. Com o surgimento do smartphone da Apple, em 2007 – o iPhone – e com a criação do Android OS, em 2008 a participação da Nokia no mercado global entrou em declínio. Em apenas dois anos os lucros operacionais da Nokia diminuíram drasticamente e em 2011 a organização deixou de ser lucrativa.”. De empresa que dominava o mercado global de telefones celulares em 2007, a Nokia perdeu seu espaço no mercado – fruto de inovações tecnológicas de seus concorrentes e, por ela, não acompanhadas – até ser adquirida pela Microsoft em 2013 (MICROSOFT NEWS CENTER, 2013).

⁹ As modificações no mercado de fotografia, especialmente com a popularização das câmeras digitais e procura pelos consumidores de novos produtos de fotografia é apontado como um dos principais motivos para o pedido de “*bankruptcy*” feito pela Kodak em 2012. É o que afirma Bourne (2019, p. 9-10): “Kodak was never able to fully embed itself in this digital marketplace, despite one of its engineers – Steve Sasson – having invented the first digital camera back in 1975. In fact, the company had engaged in extensive research and development into the digitalization of photography for decades, but it used the insights to serve niche high-end markets rather than the mainstream amateur photography industry. The story here is not about consumers no longer wanting to take pictures, just as Nokia’s fall was not evidence of consumers giving up on mobile phones. What happened with Kodak was that the technology had shifted from chemical film to digital electronics, in turn creating demand for new types of products. So dependent had Kodak’s business model been on film and film processing that the company found it hard to shift corporate culture and truly embrace the digital world. The specialists it employed were, overwhelmingly, experts in film and photo processing. Indeed, there appears to have been internal resistance to going all in on the digital technology that would cannibalize the traditionally profitable business. That reluctance, plus underestimation of the growth prospects of the digital market, left Kodak playing catchup to rivals when it made its big push into the digital market in 2001. It was a classic case of an incumbent being slow and misjudging the scale of changing consumer demands.”

¹⁰ A influência das alterações regulatórias no mercado de atuação de uma companhia pode ser ilustrada pela história contada no Capítulo 8 da excelente biografia do Barão de Mauá, de autoria de Jorge Caldeira, em que há o recorte histórico do momento em que há a proibição do tráfico de escravos no Brasil Imperial, afetando, assim, o principal negócio de Pereira de Almeida – que havia sido o primeiro empregador do jovem Irineu: Retira-se, nesse sentido, de Caldeira (1995, p. 102-103): “Com esse modelo de diplomacia e serviço ao país, dom Pedro I, conseguiu, em 1826, democratizar a crise e se tornou de novo unanimidade nacional: todos o censuravam. Os liberais protestavam na Câmara, reaberta naquele ano, contra a submissão aos ingleses e aos portugueses, ressaltando apenas o fim do tráfico – para espicaçar seus adversários. Os traficantes vociferavam contra a destruição planejada da economia do país e previam o fim por falta de escravos. (...) Foi nesse cenário que o adolescente Irineu Evangelista de Souza fez sua entrada no mundo da direção de negócios. O tráfico de escravos, principal fonte de lucros da empresa, estava com os dias contados. (...) A falência só não foi imediata porque restava ainda um balão de oxigênio. As ações do Banco do Brasil de Pereira de Almeida foram cruciais para dar uma sobrevida à empresa.”.

Os riscos internos relacionam-se aos atos de gestão tomados pelos administradores na direção da companhia. Como se verá a seguir e na lição de Adamek (2009, p. 211), a vontade social da companhia é exteriorizada por seus administradores, sendo a assunção de obrigações e o exercício de direitos e poderes derivados de decisões tomadas pelos administradores vinculativas a terceiros que se relacionam com a companhia.

Como afirma Salama (2014, p. 477), “(...) aos administradores cabem as decisões que em boa medida determinarão as chances de materialização de riscos (...)”, bem como “(...) as decisões que determinarão a extensão desses riscos caso se materializem”. Ou seja, os atos de gestão dos administradores refletem os riscos internos, decorrentes da direção dos negócios da companhia.

Esses riscos internos podem materializar-se em decisões de negócios equivocadas, como o investimento em uma fábrica em local de infraestrutura precária, incorrendo a companhia em prejuízos financeiros, em falhas nas demonstrações financeiras, como o caso da *Enron*¹¹ e, recentemente, da *Americanas*¹², e até mesmo

¹¹ Sobre o caso Enron, extrai-se de Barbosa (2017, p. 598-599): “O notório caso *Enron*, por exemplo, foi trazido à tona quando se foram percebidas falhas intencionais nas demonstrações financeiras da companhia resultantes da motivação dos administradores de causar boa impressão nos analistas e nos investidores, de forma a provocar sobrevalorização das ações. A justificativa para tal conduta estava em que os pacotes de remuneração eram estabelecidos com foco no preço das ações, sem os controles necessários para mitigar riscos de posturas dos gestores com foco no curto prazo, sem maiores preocupações.”. Como lembra SKEEL (2005), o caso da *Enron* não foi o único escândalo financeiro norte-americano, citando, ainda, os casos envolvendo a *Global Crossing*, *Adelphia* e *WorldCom*. Além disso, Skeel (2005) oferece uma análise histórica do caso *Enron*, i.e., relacionando-o com a regulação do direito societário norte-americano, a ponto de afirmar que “(...) lies is the heart of American corporate governance” (SKEEL, 2005, p. 156; 175) e concluindo que: “This emphasis on profits, and on shareholders as the managers’ principal constituency, has a tremendous upside benefit: it provides the appropriate focus for managerial decision making. But the narrow scope of corporate law may also have abetted some of the excesses of the 1990s. The prevailing ethos of the bubble years assumed that managers, directors, and shareholders were (and should be) motivated entirely by self interest. Managers were encouraged to focus solely on the company’s stock price not just by the structure of corporate law, but also by compensation arrangements that relied on stock options as the principal form of executive pay. Unfortunately, the relentless appeal to self interest – narrowly defined in terms of stock price – too often forced basic ethical considerations out.”

¹² Em 11 de janeiro de 2023, a companhia Americanas S.A. divulgou fato relevante envolvendo inconsistências em lançamentos contábeis na ordem de R\$ 20 bilhões: “Americanas S.A. (“Americanas” ou “Companhia”), em atendimento ao disposto na Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, vem comunicar aos seus acionistas e ao mercado em geral que foram detectadas inconsistências em lançamentos contábeis redutores da conta fornecedores realizados em exercícios anteriores, incluindo o exercício de 2022. Numa análise preliminar, a área contábil da Companhia estima que os valores das inconsistências sejam da dimensão de R\$ 20 bilhões na data-base de 30/09/2022. A Companhia estima que o efeito caixa dessas inconsistências seja imaterial. (...) Entre as inconsistências mencionadas acima, a área contábil da Companhia identificou a existência de operações de financiamento de compras em valores da mesma ordem acima, nas quais a Companhia é devedora perante instituições financeiras e que não se encontram adequadamente refletidas na conta fornecedores nas demonstrações financeiras de 30/09/2022.” (Americanas S.A. Fato Relevante: 11 de janeiro de 2023. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/7d467a28-684d-08d9-4380-62b6a10979a9?origin=1>. Acesso em: 14 jan. 2023). Sobre a obrigatoriedade de a companhia divulgar informações relevantes, sugere-se a leitura de Camargo (2020, p. 581-602) e a análise da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, com as alterações da Resolução CVM nº 60/21.

em atos de corrupção¹³, como explicitado na Operação Lava Jato¹⁴. Os riscos internos da atividade empresarial estão na origem do “delicado equilíbrio” na tomada de decisão da companhia denominado de governança corporativa e que pode ser resumido como sendo o conjunto de regras de boas práticas de gestão maximizadoras do valor da empresa, como ensina Parente (2016, p. 54)¹⁵.

Em interessante estudo sobre os regimes de insolvência, ao propor uma reflexão sobre a aplicação do princípio da preservação da empresa, Silva Neto (2020, p. 518) afirma que “Entender a empresa como um polo gravitacional de diversos interesses e seus detentores (os *stakeholders*) é uma abordagem interessante e que encontra, além da base econômica, fundamento legal (...)”. A empresa seria assim um

¹³ Há grande impacto dos atos de corrupção na atividade empresarial, como fica claro do recente livro de Eduardo de Avelar Lamy e Anna Carolina Faraco Lamy em que se apresenta um interessante estudo sobre programas de *compliance* para prevenção de riscos no desenvolvimento da atividade empresarial. Afirmam Lamy e Faraco Lamy (2022, p. 31-32): “Com a ciência dos riscos, (...) a organização pode estabelecer qual seu apetite ao risco, e o que, embora arriscado do ponto de vista legal, de mercado, financeiro etc., prefere assumir a partir de seu planejamento estratégico. O escopo da presente obra, no entanto, é analisar a ferramenta mais do ponto de vista jurídico que de gestão, à medida que se ocupa de estabelecer se o *compliance* pode se consolidar como meio de se dar *enforcement* à legislação de combate à corrupção.”

¹⁴ A interpretação dos resultados da Operação Lava Jato é altamente controversa. Um de seus principais atores jurídicos, a descreve da seguinte forma: “Hopefully, it will be possible to look back some years from now and say that Lava Jato made the national economy, the rule of law, and democracy stronger in Brazil. Maybe it will be possible to say systemic corruption was overcome and that it became a sad memory from Brazil’s past.” (MORO, 2018, p. 166). Para um de seus principais críticos, a Operação Lava Jato levou “(...) ao chão grandes empresas e, com isso, covalid[ou] mercados estruturantes da economia brasileira. Acab[ou] com maus políticos e maus empresários e, no seu lugar, deix[ou] mais, e pior, do mesmo.” (WARDE JUNIOR, 2018, p. 42). Evitando os extremos, particular é a observação de Pimenta (2019, p. 17-18) em sua tese de Doutorado sobre a Operação Lava Jato: “Tal qual o Watergate foi para os norte-americanos, o contexto brasileiro atual é sem precedentes. O país viveu diversas investigações e casos de corrupção desde sua redemocratização, mas nenhum parece se aproximar da chamada Operação Lava Jato (...), deflagrada em 2014 em Curitiba (...). Quando Paulo Roberto Costa assinou seu acordo de colaboração como diretor da Petrobrás, ainda em 2014, não se tinha dimensão do que a Lava Jato se tornaria, sua extensão sobre a elite política e a elite econômica e seus desdobramentos investigativos, políticos e econômicos. Desde então, essa série de investigações se expandiu por mais de sessenta fases, com forças tarefas descentralizadas, desdobramentos penais, cíveis e administrativos, envolvendo a elite econômica e política do país em um enredo sobre temas tão diversos como corrupção em estatais, financiamento político-partidário, lavagem de dinheiro em múltiplas camadas, cartéis em licitações, modos e limites de atuação do Ministério Público e do Judiciário, dentre outros. Os fatos e eventos da Operação Lava Jato podem indicar problemas ou desafios relacionados a como parte da administração pública brasileira se relaciona com agentes privados.”.

¹⁵ Parente (2016, p. 54) assim afirma: “Os grandes emissores do mercado de capitais são as companhias abertas. A gestão interna destas interessa, por isso, a toda a sociedade, que sofre os reflexos das injustiças societárias. De fato, os conflitos societários têm o poder de destruir companhias e patrimônios. Decorrem basicamente do delicado equilíbrio necessário para manter-se uma sociedade. Ao mesmo tempo em que as relações societárias envolvem dinheiro e poder, também demandam confiança e respeito entre os sócios. A obtenção desse equilíbrio constitui o fundamento filosófico para se exigir transparência, fidelidade e ética por parte dos acionistas controladores e administradores de companhias. (...) A governança corporativa pode ser entendida de forma ampla como o conjunto de regras de boas práticas na gestão a fim de maximizar o valor da empresa para todos, o que inclui o respeito consciente e sistemático dos direitos legais e morais dos acionistas minoritários e outros parceiros básicos, por parte de diretores e de acionistas controladores das empresas.”.

“nexo de contratos”, como se extrai da teoria da rede de contratos de Jensen e Meckling (1976)¹⁶.

Caracterizada como um “nexo de contratos”, a companhia constitui-se em um centro de imputação de direitos e obrigações que, embora blinde o patrimônio da companhia para satisfação de credores particulares dos acionistas ou administradores¹⁸, também traz em si riscos aos administradores que acabam contratando em nome da companhia. A fim de exemplificar os riscos a que ficam expostos os administradores, retira-se de Ramos (2010, p. 63) o seguinte excerto:

A circunstância de alguém integrar o órgão de administração de uma sociedade não é indiferente em matéria dos riscos jurídicos a que a sua pessoa e ou patrimônio passam a estar expostos. Sujeição a penas criminais (principais e acessórias), condenação no pagamento de coimas, reversão tributária, destituição do cargo com justa causa, decisões de inabilitação ou inibição para o exercício do comércio, obrigação de indenizar lesados, eis, a título exemplificativo alguns dos riscos a que se encontram expostos os administradores.

Os administradores de companhias estão sujeitos a um risco amplo, a ponto de Goldberg (2022, p. 158) afirmar que o “(...) patrimônio pessoal dos mesmos, efetivamente, poderá ser colocado em xeque”, o que, como se verá, justificar-se-á a adoção de instrumentos de proteção pelos administradores.

¹⁶ É o que afirmam Jensen e Meckling (1976, p. 311): “[The] firm is simply one form of *legal fiction* which serves as a *nexus for contracting relationships* (...)”. Baysinger e Butler (1985, p. 179) iniciam o artigo em que investigam o papel do ativismo societário na ordenação das companhias afirmando que “The corporation is a nexus of contracts”.

¹⁷ John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, em *The Anatomy of Corporate Law*, propõem uma reflexão sobre o conceito econômico de empresa como um “nexo de contratos” (“*nexus of contracts*”), indicando que essa descrição seria ambígua e preocupada com as relações internas da empresa (KRAAKMAN et. al., 2009, p. 38-39). Para eles, a expressão adequada seria “nexo para contratos” (“*nexus for contracts*”), representando assim a posição da empresa como contraparte em numerosos e diversos contratos. (). Ultrapassada essa premissa reflexiva, é importante destacar que a noção de contrato utilizada na teoria da rede de contratos é alargada, como advertem Mackaay e Rousseau (2015, p. 524-254): “Para compreender a teoria da rede de contratos, é preciso notar que a noção de contrato empregada nesse contexto o toma em sentido largo. Os economistas não adotam a definição de contrato dos juristas. Para estes, o contrato consiste em ato jurídico (negócio jurídico segundo o direito brasileiro), resultante de acordo de vontades entre duas ou mais pessoas, que produz efeitos jurídicos. Para o economista, o contrato é um entendimento caracterizado por acordos e comportamentos recíprocos os quais são ditados e orientados por interesse mútuo visando a realização de interesse comum, ou seja, um ganho de Pareto. O economista não se interessa pelas condições de formação do contrato. Pouco lhe importam as obrigações legalmente assumidas pelas partes. Debruça-se mais no que diz respeito ao interesse comum mutuamente ajustado e os acordos recíprocos e aos comportamentos individuais dados aos benefícios da outra. Esses acordos recíprocos podem adotar a forma de contratos explícitos, suscetíveis de sanção judicial, assim como de convenções implícitas sancionadas por mecanismos extrajudiciais modelados pelo mercado.”

¹⁸ Como se verá mais adiante quando se falar na blindagem da pessoa jurídica (“entity shielding”).

2.2 DEMANDA POR INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO CONTRA RISCOS DE PERDA FINANCEIRA POR ATOS PRATICADOS PELO ADMINISTRADOR

Os princípios da autonomia patrimonial e da limitação de responsabilidade, decorrentes do instituto da personalidade jurídica, descritos nos itens 2.3.1.e 2.3.2 a seguir, têm sido vulgarizados em razão da aplicação a torto e a direito¹⁹ da desconsideração da personalidade jurídica. A criação jurisprudencial de um excêntrico regime de responsabilidade objetiva de sócios e administradores por dívidas da companhia²⁰ cria um incentivo negativo²¹ ao ambiente empresarial, na medida em que serve aos agentes como “parâmetros para a tomada de decisões” (PARENTONI apud PALA; BENTO, 2017, p. 204)²²³. Neste sentido, afirma Munhoz (2021, p. 105):

¹⁹ Utilizam-se, aqui, expressões “vulgarizados” e “a torto e a direito” adotadas por Salama (2012, p. 341) em interessante artigo sobre a responsabilização de procuradores de sócios por dívidas da sociedade empresária. Remete-se ao autor: “Mas a positivação da desconsideração da PJ no CDC desencadeou um processo de mudança radical: o que era circunstância excepcional passou a ser rotineira. A desconsideração da PJ passou então a se espalhar na jurisprudência e a ser utilizada em diversos campos do direito. (...) em muitos casos, a atuação parcimoniosa do juiz foi se convertendo em uma busca obliterada pela efetividade do processo. Nesses casos, a desconsideração passou a ser aplicada a torto e a direito, sem critérios claros, sem o respaldo do legislador, e em evidente contradição com a *disregard doctrine*, tal qual era aplicada nos Estados Unidos. Com relativa frequência, a desconsideração da PJ foi imprevidentemente se convertendo em arbitrariedade nua e crua. Esta vulgarização se estendeu tanto ao direito material quanto ao direito processual. Do ponto de vista material, cada vez mais a mera *insuficiência patrimonial* da empresa passou a ser vista como autorizativa da decretação da desconsideração. Vale dizer: o simples fato de estar a empresa insolvente passou a justificar a desconsideração da PJ. Assim, passou a vigor veladamente o princípio de que ‘alguém deve pagar a conta’ – quase qualquer um.”.

²⁰ Salama (2014, p. 357-361) e Salama (2015, p. 331).

²¹ Como afirma Porto (2019, p. 28), “Os agentes econômicos comparam os benefícios e os custos das diferentes alternativas antes de tomar uma decisão, seja ela de natureza estritamente econômica, seja ela de natureza social ou cultural.”. Esses benefícios e custos são chamados de incentivos, de modo que “a racionalidade é uma forma de se reagir aos incentivos: diante de distintas opções, escolhe-se a que representa o maior benefício líquido.” (ARAÚJO JR.; SHIKIDA, 2019, p. 33). Sobre a racionalidade econômica – inerente à “*análise de benefício-custo* que os indivíduos farão quando defrontados com uma situação em que há diversas escolhas possíveis e os recursos são limitados” (YEUNG, 2019, p. 117), pode-se trazer o seguinte conceito: “A racionalidade econômica, como entendida pelos economistas, pode ser descrita como a busca de satisfações ou benefícios em um mundo onde existem restrições ou recursos limitados (escassos). Reconhecer a existência dessas restrições é essencial para compreender a lógica econômica. Sem limitação de recursos, todos os indivíduos almejavam alcançar níveis infinitos de benefícios, ganhos e bem-estar. No entanto, no universo real, todos os recursos são limitados: tempo, dinheiro, possibilidades etc. Isso faz com que muitas das escolhas desejadas não sejam efetivamente factíveis, e, nessas situações, uma decisão racional precisará ser tomada: Quais das opções existentes são possíveis? Qual delas gera mais satisfação ou menos custos, dados os recursos disponíveis? Uma decisão feita com base nesse raciocínio, segundo essa coerência, será uma decisão racional (seja ela feita de maneira consciente ou inconsciente). Em outras palavras, uma decisão racional avalia todas as oportunidades existentes, identifica aquela com o menor custo, e decide com base nela. O conceito de custos de oportunidade, então, também é inerente à decisão racional.” (YEUNG, 2019, p. 116).

²² PARENTONI, Leonardo Netto (2012, p. 39) apud PALA e BENTO (2017, p. 204).

²³ Sobre o impacto de decisões judiciais na economia, cita-se Yeung (2020, p. 323): “Coase (1960) nos ensinou que os tribunais e os produtos dos tribunais – ou seja, decisões judiciais – impactam a economia. Vários outros autores também demonstraram empiricamente que tribunais em bom funcionamento fornecem um ambiente adequado para atividades produtivas, garantem a execução de contratos e reduzem as incertezas na economia; por

É de se lamentar, porém, que seja pela falta de clareza ou de sistematicidade de algumas de suas normas, seja pela evolução insatisfatória da doutrina e da jurisprudência, vive-se hoje na realidade brasileira o ocaso de institutos que o direito comercial, no decurso de centenas de anos, desenvolveu e tornou centrais para o desenvolvimento da economia. Trata-se dos princípios da personificação jurídica, da responsabilidade limitada e da autonomia patrimonial da sociedade.

A falta de compreensão e consequente má aplicação desses institutos na realidade tem causado imprevisibilidade e insegurança, com consequências altamente negativas para o investimento, o financiamento e o empreendedorismo, cruciais para o desenvolvimento da economia.

A banalização da desconsideração da personalidade jurídica pode ser exemplificada através daquilo que Salama (2015, p. 330) chamou de “princípio de que alguém deve pagar a conta de empresa inadimplente”, particularmente no caso de se tratar de crédito trabalhista ou fiscal.

Na Justiça do Trabalho, é comum deparar-se com a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica e a determinação de bloqueio ou arresto de valores das contas bancárias de acionistas e administradores por meio de decisão liminar²⁴. Em alguns casos, a situação se torna ainda mais esdrúxula, na medida em que a companhia – da qual fazem parte os acionistas e administradores que tiveram suas contas bloqueadas – sequer estava no polo passivo da reclamação trabalhista, tendo sido incluída apenas na fase de execução do crédito trabalhista em razão da inadimplência da devedora principal²⁵.

Além da possibilidade de ser parte em execuções de créditos trabalhistas e fiscais, o administrador de companhia também pode responder pela companhia em

outro lado, tribunais que funcionem inadequadamente podem impedir o crescimento econômico, os investimentos, a criação de empregos e aumentam a insegurança (...).”

²⁴ Como afirma Theodoro Junior (2002, p. 29), “liminar qualifica qualquer medida judicial tomada antes do debate em contraditório do tema que constitui o objeto do processo (...)”.

²⁵ O tema referente à inclusão de empresa apenas na fase de execução da condenação trabalhista, inclusive, constitui a controvérsia objeto do Recurso Extraordinário nº 1387795, que teve repercussão geral reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal (Tema 1.232). Na decisão em que foi reconhecida a repercussão geral, assim se manifestou o Relator Ministro Luiz Fux: “Desse modo, a matéria aqui suscitada possui densidade constitucional suficiente para o reconhecimento da existência de repercussão geral, competindo a esta Suprema Corte manifestar-se, por seu Plenário, sobre eventual ofensa aos princípios do contraditório, da ampla defesa, do devido processo legal e à cláusula de reserva de plenário, no que concerne à inclusão de empresa no polo passivo de execução trabalhista, em razão do reconhecimento da existência de grupo econômico a ensejar sua responsabilidade solidária pelos créditos devidos ao reclamante, sem que tenha participado da fase de conhecimento. A temática revela potencial impacto em outros casos, tendo em vista a multiplicidade de feitos na origem que versam sobre a mesma discussão jurídica retratada, como revela simples pesquisa de jurisprudência na base de dados desta Corte, que aponta para diversos julgados, seja no campo unipessoal ou por seus órgãos colegiados. A constatação é reforçada pelo juízo de admissibilidade no Tribunal Superior do Trabalho, ao selecionar o presente recurso como **representativo da controvérsia** no regime de recursos extraordinários repetitivos (artigo 1.036 do Código de Processo Civil).” (BRASIL, 2022, p. 13-14).

ações judiciais envolvendo danos ao consumidor, ao meio ambiente²⁶ etc. Isso sem falar nos escândalos de corrupção que representam uma exposição patrimonial e reputacional ao administrador²⁷.

Os atos de gestão do administrador de companhia aberta são objeto de escrutínio pela CVM, estando o administrador sujeito ao risco de responder a processo administrativo sancionador – que, além das penalidades definidas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, também oferece risco reputacional por exposição na mídia.

E, ainda, o administrador de companhia deve atuar com obediência aos deveres disciplinados na Lei das S.A., podendo ser responsabilizado civilmente por atos de sua gestão praticados em ofensa a esses deveres.

Dessa maneira, Gião (2010, p. 217) afirma que, estando o administrador em uma “relação de troca onerosa” para com a companhia e em uma “posição de disponibilidade sobre interesses alheios”, evidentes são as situações de contraposição de interesses. A relativização da autonomia patrimonial e da limitação de responsabilidade alimenta essa contraposição de interesses, levando ao não interesse no encargo de administrador ou, então, a uma administração ultraconservadora, pouco sujeita aos riscos de mercado²⁸ – e, por consequência, a uma economia nacional de baixa produtividade. Sobre o assunto, escreve Vergueiro (2015):

Porém, administradores recebem apenas uma fração daquilo que o patrimônio da sociedade gera em decorrência das atividades sociais. Portanto, em uma primeira análise, responsabilização excessiva, como em uma situação em que qualquer resultado negativo para a sociedade (por exemplo: inadimplência de clientes) gerasse uma responsabilidade pessoal para o administrador, levaria, na prática, à inexistência de terceiros não sócios interessados em assumir posições de administração. Na mesma linha,

²⁶ Recorda-se, aqui, do caso Brumadinho, em que se discutiu eventual responsabilização civil e penal dos administradores da Vale S.A. (ESTADÃO... 2020) (FOLHA... 2020). Sobre o assunto, sugere-se a leitura de Virgolino e Costa (2021, p. 361), que assim iniciam seu artigo: “A discussão sobre qual espécie deve prevalecer quando da responsabilização civil de administradores de sociedades anônimas tem sido bastante recorrente, principalmente devido aos casos que ocorreram recentemente no Brasil, com especial atenção ao caso Brumadinho.”.

²⁷ É o que afirmam Silva e Prado (2021, p. 204): “Isso porque, diante de crises econômicas, intensificação de regulamentação de proteção aos investidores, evolução das normas de *compliance* e escândalos de corrupção, houve aumento do risco de responsabilização de pessoas que ocupam posições executivas em grandes companhias.”.

²⁸ “Any regulation of the activities of companies and their directors must have as its twin objectives both the need to protect shareholders against mismanagement and self-dealing by directors through the threat of personal liability, and the need to encourage directors to take good faith risks when exercising their business judgment on behalf of the shareholders. In the United States, great emphasis is given to the second objective, and a recurring argument is that the threat of catastrophic personal liability will deter directors from engaging in the expected risk-taking activities of their office.” (RAMSAY, 1987, p. 129).

como um segundo argumento, pode-se também indagar se é ou não do interesse dos sócios que, para a busca da lucratividade na atividade social, administradores estejam autorizados a atuar com algum risco de que seus atos de gestão possam trazer resultados excessivamente elevados ou, pelo risco, prejuízo para a companhia.

Em mercados regulados mais sofisticados, a exemplo do setor bancário, nota-se uma preocupação com o conflito de interesses inerente à atividade do administrador, privilegiando-se, assim políticas de remuneração contributivas para a assunção de riscos e interesses de longo prazo como afirma o item 105 do documento de 2010 do Comitê de Basileia (ROQUE, 2017, p. 294)²⁹.

Embora os instrumentos de proteção contra riscos de perda financeira por atos praticados pelo administrador não se caracterizem como remuneração *strictu sensu*, mas, sim, meros benefícios concedidos por liberalidade pela companhia, diante dos riscos associados à atividade de administrar, natural que o administrador pleiteie esses instrumentos de proteção quando da sua designação, o que, inclusive, tem sido observado no ambiente empresarial brasileiro³⁰.

Da mesma forma que a *business judgment rule* representa uma forma de limitação judicial da responsabilidade civil do administrador de companhia, os instrumentos de proteção contra riscos de perda financeira por atos praticados pelo administrador constituem formas de limitação da responsabilidade do administrador (VERGUEIRO, 2015). Esses instrumentos são o seguro D&O³¹ e o contrato de indenidade.

2.2.1 Os principais instrumentos de proteção patrimonial ao administrador

²⁹ (...) o Comitê de Basileia destacou em 2010 como os sistemas de remuneração e incentivos relacionados (compensation) contribuem para o desempenho e assunção de risco dos bancos, motivo pelo qual deveriam ser considerados elementos-chave de sua governança. (...) No que tange à estrutura de remuneração, esta deve estar em sintonia com as estratégias do banco e seu risco, objetivos, valores e interesses de longo prazo, incorporando medidas que previnam conflitos de interesse, e encorajam uma cultura de risco saudável na qual a assunção de risco seja apropriada e haja incentivos para que os empregados ajam no interesse do banco como um todo, e não em seus próprios interesses, ou dos de sua linha de negócio. (ROQUE, 2017, p. 294-296).

³⁰ Ver tabela 1.

³¹ A necessidade de outras formas de limitar a responsabilização civil de administradores, além do *business judgment rule*, é tratada por Caraccio (p. 934-936) ao falar sobre o seguro D&O: “Corporate management decisions traditionally protected under the business judgment rule’s umbrella are becoming increasingly vulnerable to outside attack. (...) The effect of these recent decisions on D&O claims is twofold. The tightening of the business judgment rule may increase not only a director’s ultimate exposure to liability, but also his litigation expenses, as courts become less willing to resolve actions in favor of the directors at an early stage of the proceeding. Both liability exposure and litigation expenses, of course, directly impact the ultimate cost and availability of D&O coverage.”

2.2.1.1 Seguro D&O

Por não fazer parte do tema delimitado, o seguro D&O será apresentado brevemente nesta dissertação, apenas como forma de identificar esse mecanismo de proteção patrimonial do administrador. Estudo aprofundado sobre esse tema pode ser encontrado nos livros de Faria (2015) e Goldberg (2022).

O seguro D&O³² tem origem no mercado norte-americano, em resposta à crise de 1929, e representa um contrato de seguro de responsabilidade civil de administradores (FARIA, 2015, p. 77-79). Introduzido no Brasil nos anos 90, por iniciativa da Unibanco Aig Seguros S.A. e do IRB-Brasil Resseguros S.A. (GOLDBERG, 2022, p. 333), sua regulação pela SUSEP se deu em 2016³³ (SILVA e PRADO, 2021).

Como ensina Faria (2015, p. 77), o objeto do seguro D&O é:

(...) o pagamento pela seguradora dos valores despendidos pelos administradores de sociedades e de entidades sem fins lucrativos em decorrência de reclamações relativas a atos de gestão praticados pelos administradores no exercício de suas atribuições.

Embora seja um contrato de responsabilidade civil, Faria (2015, p. 81-82) expressa que “as seguradoras brasileiras oferecem coberturas envolvendo a responsabilidade dos administradores nos campos trabalhistas, tributário, administrativo, entre outros (...)”. No mesmo sentido é a lição de Goldberg (2022, p. 338), para quem o seguro D&O “vai muito além de um contrato de seguro de responsabilidade civil”, pois há cobertura (i) das perdas sofridas pelo tomador do seguro em razão de condutas do administrador, (ii) de responsabilidade trabalhista, tributária, ambiental etc, extrapolando, portanto, a cobertura de um seguro de responsabilidade civil.

O tomador do seguro D&O é a companhia, que fica responsável pelo pagamento do prêmio e manutenção da apólice, que funciona à base de reclamação, com notificação, como explica Faria (2015, p. 91):

As referidas apólices [apólice à base de reclamação com notificação] constituem uma ampliação da cobertura do seguro, pois cobrem reclamações

³² Para uma análise aprofundada sobre o seguro D&O, sugere-se a leitura de Faria (2015) e Goldberg (2022).

³³ Por meio da Circular SUSEP nº 541, de 14 de outubro de 2016. Atualmente, o seguro D&O encontra-se regulado por meio da Circular SUSEP nº 637, de 27 de julho de 2021.

futuras de terceiros referentes a fatos ocorridos durante o período de retroatividade ou durante a vigência da apólice, *ainda que tais reclamações ocorram após os prazos complementar e suplementar*, desde que o segurado tenha apresentado, durante a vigência da apólice, a notificação relacionada ao fato ou à circunstância que gerou a reclamação efetuada pelo terceiro prejudicado, ficando garantidas para tais reclamações as condições da apólice vigente à época em que a notificação for efetuada.

Para Goldberg (2022, p. 386), a apólice à base de reclamação, com notificação, para o seguro D&O é uma iniciativa “louvável” e tem o objetivo de “permitir ao segurado (...) uma gestão mais proativa diante de seus possíveis problemas e, quanto à seguradora, gerar uma percepção mais acurada do risco que subscrever, antevendo os possíveis sinistros futuros”, especialmente considerando que o seguro D&O “se classifica dentre a espécie dos seguros de grandes riscos, em oposição à espécie dos seguros chamados massificados” (GOLDBERG, 2022, p. 344).

Para Ribeiro e Fuckner (2021, p. 171), o seguro D&O “não satisfaz integralmente a pretensão das companhias e dos administradores que o adotaram”, seja em razão de restrições à cobertura do seguro, seja pela cobertura depender da apreciação pela seguradora³⁴. Travassos (2020, p. 111) acrescenta que os casos de corrupção em companhias abertas ocorridos nos últimos anos, refletiram no aumento do valor do prêmio cobrado pelas seguradoras para o seguro D&O, em muitos casos, com redução da cobertura securitária – o que elevou o custo desta proteção³⁵.

Além disso, eventuais discussões sobre os limites da cobertura do seguro D&O podem gerar transtornos ao recebimento da indenização pelo administrador – e, em alguns casos, inclusive, reduzi-la. A título de exemplo, cita-se a decisão do Superior Tribunal de Justiça que admitiu a retenção pela seguradora de um percentual

³⁴ Afirmam Ribeiro e Fuckner (2021, p. 172; 174): “Ao longo do desenvolvimento e da utilização do seguro D&O, essa modalidade apresentou alguns obstáculos que resultaram na procura, pelas companhias, de outras formas de proteção aos administradores. Como nesse seguro cabe à seguradora (terceira em relação à companhia e aos seus órgãos) a verificação do preenchimento dos requisitos necessários ao pagamento do benefício, em muitas situações, as seguradoras negavam o pagamento ou o reembolso dos valores já disponibilizados pela companhia ou por seus administradores. (...) Foi justamente diante da negativa ou da demora da seguradora em cobrir os valores gastos pelo administrador que as companhias optaram por preencher lacunas deixadas pelo seguro – ou, muitas vezes, substituí-lo”.

³⁵ Essa preocupação, inclusive, foi objeto de carta da Abrasca endereçada à CVM em 2017: “Em 30 de junho de 2016, a **Abrasca** realizou uma consulta à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, refletindo as preocupações que atingiram o cenário corporativo brasileiro em razão das restrições de cobertura das apólices dos seguros de responsabilidade civil dos administradores (D&O). Conforme exposto naquela ocasião, a **Abrasca** solicitou a análise da possibilidade de uma cobertura complementar a ser realizada pelas próprias companhias, que seria instrumentalizada por meio de um contrato de indenidade. Esta proteção complementar buscava mitigar ou neutralizar os efeitos adversos gerados pelas restrições do mercado securitário, o que poderia, em última análise, afastar bons profissionais para o cargo de administradores de companhias abertas.” (ABRASCA, 2017).

da indenização – assim estabelecido em contrato³⁶. Essas limitações ao seguro D&O tornaram a contratação da indenidade um pedido por parte de administradores ao assumirem o encargo em companhias abertas – especialmente a título complementar ao seguro D&O.

2.2.1.2 Contrato de indenidade

Outro instrumento de proteção patrimonial ao administrador é chamado de contrato de indenidade³⁷, objeto deste trabalho, cujo regime jurídico será definido no último capítulo desta dissertação.

³⁶ “RECURSOS ESPECIAIS. CONTRATO DE SEGURO. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. NÃO OCORRÊNCIA. SEGURO RC D&O. INAPLICABILIDADE DO CDC. CLÁUSULA DE PARTICIPAÇÃO. RETENÇÃO DE 10% DA INDENIZAÇÃO SECURITÁRIA. REVISÃO DAS CONCLUSÕES DO ACÓRDÃO RECORRIDO. SÚMULAS N. 5 E 7/STJ. HONORÁRIOS SUCUMBENCIAIS. INCIDÊNCIA DO CPC/1973. MARCO TEMPORAL. SENTENÇA. EQUIDADE. POSSIBILIDADE. RECURSOS ESPECIAIS DESPROVIDOS. 1. Verifica-se que o Tribunal de origem analisou todas as questões relevantes para a solução da lide de forma fundamentada, não havendo falar em negativa de prestação jurisdicional. 2. No âmbito desta Corte Superior se consolidou Teoria Finalista Mitigada acerca da aplicação da legislação consumerista, segundo a qual se prestigia o exame da vulnerabilidade no caso concreto, isto é, se existe, na hipótese analisada, uma evidente superioridade de uma das partes da relação jurídica capaz de afetar substancialmente o equilíbrio da relação. 3. Prevalece o entendimento de haver relação de consumo no seguro empresarial se a pessoa jurídica contrata a proteção do próprio patrimônio, com destinação pessoal, sem o integrar nos produtos ou serviços que oferece, pois, nessa hipótese, atuaria como destinatária final dos serviços securitários. 4. Entretanto, no Seguro RC D&O, o objeto é diverso daquele relativo ao seguro patrimonial da pessoa jurídica, pois busca garantir o risco de eventuais prejuízos causados em consequência de atos ilícitos culposos praticados por executivos durante a gestão da sociedade, o que acaba fomentando administrações arrojadadas e empreendedoras, as quais poderiam não acontecer caso houvesse a possibilidade de responsabilização pessoal delas decorrente. Assim, a sociedade empresária segurada não atua como destinatária final do seguro, utilizando a proteção securitária como insumo para suas atividades e para alcançar melhores resultados societários. 5. Ao analisar a questão referente ao montante da indenização securitária, as instâncias ordinárias consignaram que houve um “endosso de cobertura à sociedade” para reclamações de mercado aberto de capitais e que tal endosso introduziu como segurados a pessoa jurídica ora recorrente e os seus conselheiros e diretores, ficando estabelecida a participação proporcional dos segurados no montante de 10% sobre o valor indenizatório, estando tal cláusula redigida de forma clara, sem nenhuma dúvida ou obscuridade. Desse modo, infirmar as conclusões do acórdão recorrido demandaria o reexame de provas e a interpretação de cláusulas contratuais, o que atrai a incidência das Súmulas n. 5 e 7 do Superior Tribunal de Justiça. 6. Conforme a jurisprudência desta Corte, a sentença é o marco temporal para delimitação do regime jurídico aplicável à fixação de honorários advocatícios, de maneira que é indiferente a data do ajuizamento da ação e a data do julgamento dos recursos eventualmente interpostos. Hipótese em que a sentença foi proferida ainda na vigência do CPC/1973, aplicando-se, portanto, as regras nele previstas. 7. Recursos especiais desprovidos.” (BRASIL, 2022).

³⁷ Utiliza-se, neste trabalho, a expressão contrato de indenidade. Há aqueles que preferem chamar o contrato de indenidade de *comfort letter* ou, em tradução literal, de carta de conforto (FARIA, 2015). A expressão *comfort letter*, todavia, pode levar o operador a uma confusão, na medida em que se confunde com o documento em que os auditores independentes informam a regularidade formal das demonstrações financeiras. Travassos (2020, p. 110) também rejeita a expressão “carta conforto”, tendo em vista que “não parece ser a mais adequada, uma vez que pode dizer respeito a diversas formas de garantia, sendo especialmente utilizada na prática de Direito Bancário, na qual uma entidade ‘conforta’ uma instituição financeira que detém crédito em relação a outra entidade, ligada à primeira, com relação ao adimplemento da dívida.”. Na doutrina estrangeira, encontramos a utilização dos termos *hold harmless* (ZULHAFIZ, 2015), *indemnification agreements* (CHEFFINS e BLACK, 2006) and *corporate indemnification plans* (BOYER, 2014).

Pelo contrato de indenidade, a companhia garante ao administrador a cobertura dos danos a ele imputados e o pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas referentes a processos judiciais, arbitrais ou administrativos movidos em face do administrador em decorrência de atos de gestão por ele praticados.

Trata-se de um contrato atípico e, com exceção do Parecer de Orientação nº 38 da CVM, sem qualquer regulação por parte do direito brasileiro, mas que tem sido utilizado para a atração e retenção de administradores, especialmente em companhias abertas brasileiras. Os números extraídos de Formulários de Referência apresentados pelas companhias abertas indicam uma elevação no número de companhias abertas que adotam o contrato de indenidade como medida de proteção patrimonial a seus administradores.

É importante destacar que a literatura envolvendo os seguros D&O costuma destacar a importância da cobertura dos custos com a defesa do administrador³⁸, sendo muitas vezes destacada como mais relevante que a própria cobertura da indenização a ser paga³⁹. Não diferente ocorre com o contrato de indenidade.

Mais do que isso. Uma das grandes vantagens do contrato de indenidade em relação ao seguro D&O é a agilidade na decisão da cobertura, vez que essa decisão é tomada internamente pela companhia. Isso pode explicar a ampliação de sua utilização em companhias abertas brasileiras, especialmente considerando a complexidade do ambiente empresarial brasileiro, com seu alto grau de judicialização.

A fim de que seja compreendida esse aumento na utilização de contratos de indenidade por companhias abertas brasileiras, especialmente para fins de atração e retenção de administradores, importante que se analise o contexto atualmente existente quanto à limitação de responsabilidade empresarial. O cenário parece ser de crise da pessoa jurídica, a ponto de Salama (2014) falar no fim da responsabilidade limitada no Brasil.

³⁸ Paolini e Nambisan (2008, p. 16) chegam a afirmar que os custos de defesa incluem-se no conceito de perda para fins do seguro D&O, ressaltando, assim, sua importância: “English law allows recovery of pure financial loss where there has been a breach of contract or in tort where the defendant has voluntarily undertaken an obligation to the third party to hold him harmless from such loss. Nevertheless, the concept of ‘loss’ has been expanded in the context of D&O insurance, since it may include not only sums payable by way of damages but also legal costs incurred in the defense of proceedings, settlements or arbitration of claims.”

³⁹ É o que se retira de Rice (1998, p. 1158-1160).

2.3 RISCO EMPRESARIAL COMO CAUSA PARA A LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DE SÓCIOS E ADMINISTRADORES

2.3.1 O instituto da personalidade jurídica e a autonomia patrimonial

Em direito empresarial, a pessoa jurídica⁴⁰ é, talvez, um dos conceitos mais estudados pelos juristas. O instituto da personalidade jurídica é detalhado no primeiro capítulo de *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, e indicado como uma parte da *common structure* do direito societário⁴¹.

Não para menos, Munhoz (2021, p. 106) entende o instituto da personalidade jurídica como um fenômeno revolucionário que, intensificado a partir do século XIX, permitiu a criação de um conceito do mundo jurídico, como ensina Pontes de Miranda (1983), que serve como centro de imputação de direitos e obrigações⁴².

Várias foram as teorias criadas para explicar o fenômeno da pessoa jurídica, dos extremos até que se alcançasse o sincretismo atualmente dominante (DINIZ,

⁴⁰ Conforme se extrai de Camargo (2009, p. 282) e de Diniz (2013, p. 73) várias nomenclaturas são utilizadas para descrever o fenômeno da personalidade jurídica: em França, “pessoas morais”; em Portugal, “pessoas coletivas”; na Argentina, “pessoas de existência ideal”; em Alemanha se utiliza também a nomenclatura de “pessoa jurídica”.

⁴¹ Neste sentido, Kraakman et. al. (2009, p. 1): “What is the common structure of the law of business corporations (...) across different national jurisdictions? (...) Business corporations have a fundamentally similar set of legal characteristics – and face a fundamentally similar set of legal problems – in all jurisdictions. Consider, in this regard, the basic legal characteristics of the business corporation. To anticipate our discussion below, there are five of these characteristics, most of which will be easily recognizable to anyone familiar with business affairs. They are: legal personality, limited liability, transferable shares, delegated management under a board structure, and investor ownership.”.

⁴² Sobre o assunto: (i) “Há dúvidas se, no direito romano e no direito intermédio, as ‘societas’ possuíam personalidade jurídica ou se todos os sócios tinham a propriedade *pro indiviso* das quotas que aportavam para sua constituição, tudo indicando, como ensina o Prof. Gaetano Catalano, ‘*ser o conceito de pessoa jurídica, como centro de imputações de direitos, obrigações, poderes etc., típico fruto da dogmática dos Séculos XIX e XX*’ e ponto de partida, acrescentamos, para o notável desenvolvimento que experimentaram as sociedades anônimas (...)” (LOBO, 2016, p. 80-81); (ii) “O fenômeno da pessoa jurídica já era estudado na Europa, mas foi somente no século XIX que se concebeu o reconhecimento legal da separação dos patrimônios em individual e social. Diz-se, inclusive, que o século XIX foi o ‘século das pessoas jurídicas’, pela grande preocupação dada à época por estudiosos de várias ciências sociais.” (CAMARGO, 2009, p. 288).

2013, p. 83). Afastadas as teorias negatórias da personalidade jurídica⁴³, três⁴⁴ são as teorias de relevo que explicam a evolução do conceito de pessoa jurídica: (i) a teoria da ficção; (ii) a teoria organicista ou da realidade objetiva; e (iii) a teoria eclética ou da realidade técnico-jurídica.

Para a teoria da ficção, a pessoa jurídica é um ente abstrato que possui capacidade derivada de lei, limitada a uma relação patrimonial⁴⁵. Para Savigny, o grande expoente dessa teoria, a “pessoa jurídica é um sujeito de direitos criado artificialmente” para o exercício de direitos patrimoniais (SAVIGNY apud DINIZ, 2013, p. 74). Sobre o assunto, escreve Sacramone (2014, p. 49-50):

⁴³ As teorias negatórias da personalidade jurídica partem da concepção de que há uma afetação ao patrimônio comum, o que dispensaria a existência da pessoa jurídica. O patrimônio comum seria formado para o atingimento de um fim específico (para os pandectistas, especialmente Brinz) ou, então, para Planiol e Ripert, haveria uma propriedade coletiva dos bens. A principal crítica feita a essas teorias é de que não seria possível a existência de um patrimônio sem titular. Neste sentido: (i) “O segundo grupo de teorias que buscou estudar o fenômeno da pessoa jurídica é comumente chamado de ‘teorias do patrimônio de afetação’ ou de ‘teorias negatórias da personalidade jurídica’. (...) defendia uma mera relação de atribuição das pessoas físicas com os bens destinados a uma atividade. A personificação de qualquer ente seria, sim, subordinada ao patrimônio de afetação, ou seja, as coisas pertencem não a um determinado ente ficto, mas a um fim estabelecido. (...) Outros como Marcel Ferdinand Planiol (1853-1931) e Georges Ripert (1880-1958) acreditavam também na propriedade coletiva dos componentes dessa pessoa jurídica, não reconhecendo a personalidade da pessoa jurídica, mas uma propriedade coletiva dos bens. Críticas às teorias do patrimônio de afetação não faltaram, dentre as quais se destacam as seguintes: (i) impossibilidade de um patrimônio sem titular; (ii) e as associações/sociedades sem patrimônio?; e (iii) e a confusão patrimonial que poderia ocorrer na prática?” (CAMARGO, 2009 p. 290-291); e (ii) “Dentre as teorias que negam a personalidade jurídica, encontra-se a doutrina alemã *Zweckvermögen*, formulada pelo pandectista Brinz. A tese chega a afirmar que a pessoa jurídica inexistente, vez que o patrimônio sem sujeito estará destinado ao cumprimento de uma finalidade específica, ou ao destino que dá coerência à base patrimonial despersonalizada (*ein personenloses Vermögen*). O patrimônio sem sujeito vive às expensas de suas possibilidades, sustentando-se existencialmente por seus próprios fins. Negando a personalidade jurídica, mas com fundamentos outros, também se colocam Planiol e Ripert, doutrinadores franceses que encaram a pessoa jurídica (fictícia para eles), como inexistente no mundo jurídico, dando lugar a uma propriedade coletiva dos componentes. Ou seja, não reconhecem a personalidade, mas sim uma propriedade coletivizada. (...) Este entendimento está longe de qualquer admissibilidade, por um simples argumento de ordem genérica já apresentado: *não existem patrimônios desprovidos de um titular*.” (DINIZ, 2013, p. 76). No meio termo entre a teoria da ficção e a teoria negatória da pessoa jurídica está a teoria de Bekker, para quem a pessoa jurídica possui uma “realidade espiritual”: “Bekker, por sua vez, intensifica seu posicionamento sobre a ‘realidade espiritual’ das pessoas jurídicas como uma solução intermediária entre as soluções ficcionistas e do patrimônio de afetação. A personalidade jurídica visaria somente disponibilizar e possibilitar a fruição de direitos.” (CAMARGO, 2009, p. 291). Ainda, Salomão Filho (2011, p. 206) destaca que essa teoria é a “que mais se adaptava aos ideais individualistas da época.”

⁴⁴ Há, ainda, a teoria institucionalista de Hauriou, para quem o fundamento da pessoa jurídica está na ideia de “obra” concebida por uma instituição social (HARIOU, 1968, p. 40). A importância dessa teoria está mais em seu estudo de natureza sociológica do que da técnica da pessoa jurídica propriamente dita, como destacam Diniz (2013, p. 84) e Camargo (2009, p. 292).

⁴⁵ O recorte histórico das teorias é importante para sua adequada compreensão. Para SALOMÃO FILHO (2011, p. 203), a teoria da ficção é uma construção teórica própria de seu tempo: “As concepções de Savigny são explicáveis menos à luz de rígidas posturas dogmáticas e mais em função das condições econômicas e sociais vigentes à época. Em 1835, sobretudo na Alemanha, vigorava ainda um modo de produção pré-industrial, caracterizado pela inexistência de mercado nacional e de sistema bancário e creditício. Isso fazia com que existisse, de um lado, grande necessidade de instrumentos que permitissem o agrupamento de recursos e, de outro, grande preocupação com a solvência das pequenas (e frequentemente subcapitalizadas) empresas. Daí a preocupação em facilitar a criação de novos centros de imputação de direitos e deveres e a preocupação em negar a possibilidade de separação patrimonial livre.”

Haveria, entretanto, entes que procurariam satisfazer interesses coletivos humanos patrimoniais. Para proteger tais interesses, o direito estendeu o conceito de pessoa aos entes abstratos e atribuiu-lhes fictamente personalidade jurídica.

Sua existência, entretanto, é meramente ideal. As pessoas jurídicas, como mera ficção legal, seriam incapazes de agir e terem vontade. É por uma criação do direito, através de uma abstração, que se atribuem direitos a entes diversos do homem. (...)

A ficção residiria no fato de que os direitos patrimoniais que caracterizariam a personalidade não nascem por si, mas exigem a prática de atos, os quais, por seu turno, pressuporiam um ser pensante e capaz de manifestar sua vontade, o que faltaria à pessoa jurídica.

Por isso mesmo que a teoria da ficção é origem da teoria da representação dos administradores da companhia⁴⁶. Como afirma Camargo (2009, p. 289), “(...) só o homem seria pessoa real; pessoas jurídicas não teriam vontade real; e seria a lei a fonte criadora da pessoa jurídica, não se admitindo um grupo social como pessoa a não ser na forma e nos casos previstos em lei”.

Foi a reflexão sobre a figura do Estado que permitiu a crítica à teoria da ficção⁴⁷. O Estado é fruto de acontecimentos históricos que, reconhecidos pelo Direito, tornaram-no uma realidade enquanto pessoa jurídica, i.e., um sujeito titular de direitos e obrigações, como se extrai de Wald (1989, p. 131):

A crítica à *teoria da ficção* baseia-se em não ser necessariamente ficto tudo o que não consta do mundo corpóreo. Existem sujeitos de direito fora da realidade sensível. Por outro lado, a existência do Estado como pessoa jurídica obriga o jurista a reconhecer que tais pessoas não são criação arbitrária da lei, mas correspondem a realidades históricas e sociais, que o Direito se limitou a reconhecer e regulamentar.

⁴⁶ Conforme explica Barreto (2009, p. 37-38): “Assim é que, com os entusiastas da teoria da ficção, primeiramente desenvolvida entre os romanos e depois retomada por Savigny, segundo a qual a pessoa jurídica seria uma mera ficção legal, instrumento jurídico que possibilita às pessoas naturais que a integram, únicas com a efetiva qualidade de pessoas, associar-se e interpor uma entidade abstrata entre elas e terceiros, teve formulação a teoria da representação. (...) De fato, ao entender que apenas as pessoas naturais poderiam verdadeiramente contrair direitos e obrigações e, em virtude deste dogma, classificar o ente coletivo como algo artificialmente criado pela ordem jurídica, nada surpreende que o responsável pela condução da entidade coletiva, seu administrador, fosse considerado mero representante dos seus integrantes. Todavia, não obstante sua origem na teoria da ficção, o entendimento de que a administração da pessoa jurídica constituiria espécie de representação foi também adotado por defensores das teorias do patrimônio-fim e da realidade.”.

⁴⁷ Sacramone (2014, p. 51) afirma que “A principal crítica, ainda, seria feita no campo do direito público. Considerando que o conceito de pessoa seria o mesmo, tanto no direito privado como no direito público, não seria possível não reconhecer a realidade do Estado, que gozaria de soberania.”.

No outro extremo, em contraposição à teoria da ficção, surge a teoria organicista ou da realidade objetiva, tendo como principais defensores Gierke e Zitelmann.

Essa teoria defendia, segundo Diniz (2013, p. 75), que “as pessoas jurídicas são consideradas verdadeiros organismos vivos, separados da pessoa natural”, devendo ser compreendidas como “entes reais, dotados de vontade coletiva, equiparadas às pessoas físicas”. Em razão disso, as pessoas jurídicas seriam preexistentes ao Direito, caberia ao ordenamento jurídico reconhecê-las e regulamentá-las (CAMARGO, 2009, P. 291-292).

Novamente há uma aproximação com o direito público, com a equiparação da pessoa jurídica ao conceito de Estado, utilizando-se seus fundamentos para explicar o fenômeno da pessoa jurídica, como explica Sacramone (2014, p. 52):

A pessoa jurídica não seria uma ficção, mas existe por si, como uma vida orgânica. Neste ponto, aproximou-se da corrente publicística orgânica, que passava a ver no Estado um ser análogo ao homem, constituído por diversos órgãos, à semelhança do homem, e que possuía vontade consistente na vontade popular e órgãos formados por homens incumbidos de executar esta vontade.

A pessoa jurídica apareceria como uma união organizada dos indivíduos a um escopo comum, a qual seria reconhecida pelo ordenamento como sujeito de direitos. Forma-se pela união de todos os indivíduos e revela um organismo social, que, embora tenha como parte o homem, sobrepõe-se ao organismo individual.

O reconhecimento da pessoa jurídica pelo Direito não teria força de ato de criação, pois, como diz Camargo (2009, p. 292), aquele “organismo vivo” já existiria na realidade. Diz-se “organismo vivo” porque a pessoa jurídica se caracterizaria como um “organismo social” que, embora formado pela união de vontades individuais associadas para a execução de uma finalidade comum, seria sujeito de direito e, portanto, teria capacidade de manifestar sua própria – e autônoma – vontade (GIERKE, 1904, p. 73)⁴⁸, dada sua realidade concreta e não meramente abstrata.

Salomão Filho (2011, p. 207-208) vai além, e defende que a teoria organicista ou da realidade objetiva não seria propriamente uma teoria da pessoa jurídica.

⁴⁸ Sobre a relação entre a teoria organicista ou da realidade objetiva e a administração das companhias, escreveu Sacramone (2014, p. 53-54): “No âmbito deste ente, a formação da vontade e a sua execução são realizadas por meio de órgãos sociais. Seus membros não agem como representantes, mas, à semelhança da pessoa física, a vontade manifestada ou executada pelos órgãos é a do próprio ente coletivo. Isso porque o ente coletivo é caracterizado como uma realidade concreta e não abstrata, em que a totalidade dos membros é a própria pessoa jurídica, e não a representante desta, do mesmo modo que *‘universitas rerum’* é o objeto jurídico e não o representante de uma ideal coisa jurídica.”

Segundo o autor, para Gierke “a pessoa jurídica tem pouca importância”, de modo que “relevante é a realidade que está à base desse instituto jurídico”, i.e., o “fenômeno associativo” – sendo esse o principal mérito da teoria⁴⁹.

As críticas à teoria organicista ou da realidade objetiva são centradas no fato de não ser possível admitir a realidade concreta do ente coletivo formado pela vontade individual de pessoas físicas, sendo “evidente o flagrante radicalismo em se equiparar a pessoa jurídica organicamente à pessoa natural” (DINIZ, 2013, p. 76). Com base nos escritos de Ferrara (1923, p. 183-215) sobre a teoria organicista ou da realidade objetiva, especialmente suas críticas, particular é a observação feita por Sacramone (2014, p. 54):

Em crítica à concepção, F. Ferrara sustenta que o conceito de organismo social, de existência natural e com vida distinta de seus membros, não pode ser admitido. A sociedade não formaria um novo ente natural coletivo, com consciência e vontade, diverso da totalidade dos indivíduos, pois lhe faltaria um substrato orgânico que lhe permitiria uma vida psíquica coletiva. A atribuição da personalidade e da qualidade de sujeito de direito em virtude de capacidade própria de formar uma vontade, em sentido psicológico, também não pode ser admitida. A vontade é sempre um fenômeno humano. Sua formação somente poderia ser entendida no âmbito de um ente coletivo através de uma atribuição jurídica e não natural. A vontade da coletividade seria a pluralidade de declarações de vontades dos indivíduos membros, pois a vontade somente pelo homem poderia ser formada. A atribuição da formação da vontade coletiva a um ente coletivo somente poderia ser feita através de uma abstração jurídica, e não porque da união surgiria um novo ente natural, um organismo social. Por seu turno, a inexistência natural do organismo não permite seu reconhecimento legal como forma simplesmente declarativa de personalidade. A união entre os indivíduos não se confunde com a qualidade de pessoa jurídica. É certo que a atribuição de personalidade não pode ser arbitrária, como o desejava a teoria da ficção, e deve se respaldar na união dos membros. A personalidade, todavia, não resulta de toda e qualquer reunião a formar uma vontade coletiva, como característica imanente do ser natural, pois nem todos os agrupamentos são detentores de personalidade jurídica.

Frente às críticas formuladas às teorias da ficção e da realidade objetiva, forma-se uma nova corrente sustentada especialmente por Saleilles (1922, p. 572-671), Ferrara (1958, p. 32-39) e Caetano (1962, p. 54), em que a pessoa jurídica se caracteriza como sujeito de direitos reconhecido pela lei e não pela vontade⁵⁰.

⁴⁹ Continua Salomão Filho (2011, p. 212): “Na teoria de Gierke, ao contrário, deve-se destacar o fato de ter sido chamada a atenção para a realidade interna das sociedades, que influencia até hoje as concepções orgânicas do fenômeno societário.”.

⁵⁰ Sobre o assunto, escreve Sacramone (2014, p. 55; 57): “Nas teorias da ficção e da realidade objetiva, os postulados são fundamentados na premissa de que o direito subjetivo seria o poder da vontade (...). Os diversos institutos estabelecidos pela Lei, como a propriedade, a obrigação, etc, somente se concretizariam quando a

Gusmão (1973, p. 303) traz o exato conceito de pessoa jurídica segundo a teoria eclética ou da realidade técnica:

(...) sujeito de direito por força da lei, constituída pela manifestação da vontade de uma ou mais pessoas (pessoa jurídica de direito privado) ou pela própria lei (pessoa jurídica de direito público), à qual a lei reconhece personalidade, interesses e patrimônios independentes dos indivíduos que a gerem.

Pessoa jurídica é, para essa teoria, (i) o resultado da união de pessoas e da reunião de bens para um fim comum, (ii) o ente dotado de capacidade para exercer direitos e contrair obrigações, (iii) cuja personalidade é atribuída por lei. Nas palavras de Sacramone (2014, p. 58), “A pessoa jurídica, assim, seria uma forma legal do ordenamento para a unificação dos interesses e direitos dos diversos membros.”⁵¹.

A teoria eclética ou da realidade técnica é a adequada para sistematizar o conceito de pessoa jurídica no direito brasileiro, como afirma Sacramone (2014, p. 58), especialmente considerando que o artigo 45 do Código Civil⁵² determina o registro como constitutivo da pessoa jurídica⁵³⁵⁴.

Para Carvalhosa e Kuyven (2016, p. 63; 202), a teoria eclética ou da realidade técnica defende que “(...) o Estado não pode criar uma companhia, mas apenas reconhecer ou recusar o reconhecimento dessa entidade”, sendo ainda que é por essa teoria que se explica a “representação orgânica pelos administradores da companhia”.

vontade individual os invocasse, de modo que esta seria decisiva para os preceitos jurídicos. Sujeito de direito seria o ente capaz de formar e manifestar sua vontade. Nestes termos, para a teoria da ficção, somente o homem seria capaz de formar uma vontade e, portanto, o ente coletivo, que não se confundiria com os homens que o compõem, somente poderia ser um ente fictício ou artificial. Para a teoria da realidade objetiva, por seu turno, a vontade também é fundamental, embora não seja limitada ao homem. O ente coletivo seria um organismo social capaz de formar e manifestar sua vontade, e, assim, deveria também ser considerado sujeito de direito. Entretanto, o conceito de sujeito de direito não pode ser confundido com poder de formar vontade ou poder de agir. Ambos somente exprimem que a um comportamento não se opõe nenhum imperativo legal, ocorrendo confusão entre a capacidade de direito e a capacidade de agir. (...) [Na teoria da realidade técnica] A caracterização de pessoa, (...) como sujeito de direitos, seria estabelecida pelo ordenamento jurídico e não pela natureza volitiva;”.

⁵¹ No mesmo sentido, quanto à teoria eclética ou da realidade técnica, Camargo (2009, p. 293): “A pessoa jurídica seria, então, uma unidade jurídica de fins próprios e autônomos, com capacidade de adquirir direitos e obrigações, formada por uma organização de pessoa ou bens, com personalidade jurídica atribuída por força de lei.”.

⁵² “Art. 45. Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.”

⁵³ Como ensina Pereira (2012, p. 347): “(...) registro, além de patentear a existência de sociedade, tem ‘força atributiva, pois que, além de vigorar *ad probationem*, recebe ainda o valor de providência complementar da aquisição de capacidade jurídica’, ressaltando, ademais, que ‘a falta de registro implica, como consequência, a ausência de personalidade jurídica.’”.

⁵⁴ E, por esse motivo, adverte Pontes de Miranda, não há que se confundir pessoa jurídica com sociedade. A sociedade existe independentemente do registro, que ao ser realizado, confere a aquisição de personalidade jurídica pela sociedade (PONTES DE MIRANDA, 1984, p. 65-66).

Como veremos adiante, para a administração das companhias prevaleceu a teoria orgânica, em que os administradores não são meros mandatários, mas, sim, constituem um órgão da companhia, de modo que a vontade manifestada pelo órgão se origina da própria companhia e, assim, a ela é imputada⁵⁵.

A pessoa jurídica será, inclusive, “legalmente responsável por atos danosos de seus administradores que presumidamente atuam em conformidade com a vontade social”, como afirma Wald (2016, p. 24).

Trata-se, portanto, na lição de Ferrara (1958, p. 34), a pessoa jurídica de um “centro de direitos, obrigações e poder”, criada pelo ordenamento jurídico e que tem no reconhecimento do Estado seu elemento constitutivo. Para Sacramone (2014, p. 59), é o reconhecimento estatal da pessoa jurídica que “(...) atribui a forma unitária, unificando os titulares de direitos e as obrigações existentes mediante o surgimento de um novo sujeito de direito (...)”.

A pessoa jurídica, portanto, possui capacidade para contrair obrigações, e responsabilizar-se por elas, sendo a responsável pelas decisões tomadas por seus órgãos de administração. Sobre o conceito de personalidade jurídica, afirmam Kraakman et. al. (2009, p. 9):

The concept of the ‘separate legal personality’ of the corporation, as understood in the legal literature, is in our terms a convenient heuristic formula for describing organizational forms which enjoy the benefit of each of the three forgoing ‘foundational’ rule types. Starting from the premise that the company is itself a person, in the eyes of the law, it is straightforward to deduce that it should be capable of entering into contracts and owning its own property; capable of delegating authority to agents; and capable of suing and being sued in its own name.

Há nesse conceito de personalidade jurídica trazido por Kraakman et. al. (2009), três regras indissociáveis para a adequada compreensão do instituto: representação e capacidade processual e, ainda, aquela que Hansmann, Kraakman e Squire (2006) denominaram de “*entity shielding*” ou, aproveitando-se da tradução

⁵⁵ É o que afirma Adamek (2009, p. 36): “A primeira legislação a livrar-se claramente das peias da teoria da representação e, dessa forma, adotar uma nova concepção, dita *organicista* ou *orgânica* – deixando de assimilar a administração à condição de mandatária e, com isso, passando a reconhecer-lhe posição orgânica dentro da própria sociedade – foi a *Aktiengesetz* (AktG) alemã de 1937 (em concepção posteriormente encampada também na AktG de 1965). A teoria organicista surgiu em clara oposição à teoria da ficção. De acordo com ela, apesar de a pessoa jurídica constituir ente fisicamente abstrato, é juridicamente real e, diversamente dos incapazes, possui vontade própria, que não carece ser suprida por terceiros. O órgão é parte integrante da pessoa jurídica, e a vontade por ele exteriorizada é imputada diretamente a esta, e não em substituição de sua vontade. Assim, quando o órgão, por meio de seus titulares, expressa a vontade, esta é imputada diretamente à própria pessoa jurídica (...)”.

de Mariana Pargendler, “blindagem da pessoa jurídica” (KRAAKMAN et. al., 2018, p. 39).

Em relação à representação, essa regra garante que a pessoa jurídica atue como contratante, i.e., que ocorra a manifestação de vontade da pessoa jurídica na celebração de contratos⁵⁶. Para KRAAKMAN et. al. (2009, p. 12-14) essa regra está diretamente relacionada com o poder de representação da companhia (“*delegated management with a board structure*”). A capacidade processual, por sua vez, relaciona-se às formas de atuação judicial da pessoa jurídica, como também afirma KRAAKMAN et. al. (2009, p. 8).

A blindagem da pessoa jurídica (“*entity shielding*”) representa a regra do patrimônio separado da pessoa jurídica, de modo que os bens pertencentes à pessoa jurídica são por ela titularizados e somente a ela cabe a decisão do que fazer com esses bens – podendo utilizá-los no desenvolvimento de seus negócios ou como garantia para credores, vendê-los etc. Há, aqui, a caracterização da autonomia patrimonial da pessoa jurídica em relação a seus sócios⁵⁷, o que representa uma limitação no alcance a esses bens para a satisfação de credores pessoais dos sócios, como esclarecem Bainbridge e Henderson (2016, p. 7) ao tratarem da “*entity shielding*”:

The second implication of incorporation is that, by creating a separate legal entity, the assets of the business are separated from the assets of the individual investors or owners. The corporate form prevents a personal creditor of one of the business’ owners from reaching the assets of the business if the owner defaults on a personal debt:

KRAAKMAN et. al. (2009, p. 7) ainda afirmam que a “*entity shielding*” também representa a proteção contra a liquidação da pessoa jurídica pelos acionistas (“*liquidation protection*”), de modo que “(...) individual owners of the corporation (the shareholders) cannot withdraw their share of firm assets at will, thus forcing partial or

⁵⁶ “For a firm to serve effectively as a contracting party, two other types of rules are also needed. First, there must be rules specifying to third parties the individuals who have authority to buy and sell assets in the name of the firm, and to enter into contracts that are bonded by those assets.” (KRAAKMAN et al., 2009, p. 7)

⁵⁷ Neste sentido, Mackaay e Rousseau (2015, p. 545): “O patrimônio autônomo da sociedade por ações facilita a reunião de recursos necessários para a produção ao criar um mecanismo de fechamento (separação) do ativo da pessoa jurídica: o ativo da sociedade fica protegido dos acionistas e administradores. Isso permite que o ativo da sociedade sirva como garantia comum a credores sociais que lhe concedem crédito. A autonomia patrimonial opera de forma que as somas investidas pelos acionistas tenham como titular a sociedade. Se optarem por liquidar a sociedade, os acionistas serão reembolsados depois de pagos todos os credores da sociedade.”.

complete liquidation of the firm, nor can the personal creditors of an individual owner foreclose on the owner's share of firm assets".

A fim de sistematizar as consequências práticas do instituto da personalidade jurídica, compostas pelas regras acima indicadas, transcreve-se trecho de Lobo (2016, p. 86), em que fica clara a autonomia patrimonial conferida ao instituto da personalidade jurídica:

Como consequências da personificação:

- (1º) a sociedade possui individualidade própria, distinta e autônoma, inconfundível com a dos seus sócios ou acionistas;
- (2º) a sociedade possui patrimônio próprio, distinto e autônomo, inconfundível com o patrimônio dos seus sócios ou acionistas;
- (3º) a sociedade possui capacidade jurídica própria, autônoma e distinta, inconfundível com a capacidade jurídica dos seus sócios ou acionistas;
- (4º) os sócios ou acionistas não podem ser responsabilizados perante terceiros por obrigações e dívidas da sociedade; (...)

Considerando a autonomia patrimonial da pessoa jurídica, cabe ao direito societário analisar a extensão da responsabilidade de sócios e administradores sobre as obrigações contraídas pela pessoa jurídica, como recorda Wiedemann (2009)⁵⁸, no que se alcança o princípio da limitação de responsabilidade de sócios e administradores.

2.3.2 O princípio da limitação de responsabilidade de sócios e administradores

Possuindo a companhia patrimônio próprio, então, as obrigações mantidas com seus credores serão satisfeitas por meio desse patrimônio, sem que se alcance

⁵⁸ “A terceira área do ordenamento patrimonial diz respeito à *responsabilidade*. A sociedade responsabiliza-se, naturalmente, por todas as obrigações que ela mesma contraiu. Ela é, além disso, responsável pela conduta de seus órgãos. O direito societário deve, adicionalmente, responder à questão sobre se e em qual extensão os sócios devem responder pelas dívidas sociais e sobre se essa responsabilidade deve ter lugar diretamente perante os credores ou apenas indiretamente por via de uma obrigação subsidiária de suprimento de capital para a sociedade.” (WIEDEMANN, 2009, p. 632).

os bens de sócios e administradores⁵⁹. Essa regra dispositiva⁶⁰ ou resposta técnica⁶¹, derivada da autonomia patrimonial, chama-se, no direito brasileiro, de princípio da responsabilidade limitada⁶² e é considerada uma das mais importantes criações em direito societário, como afirmam Bainbridge e Henderson (2016, p. 302):

Limited liability is one of mankind's greatest ideas. Creating artificial entities – a corporation, a limited liability company, or the like – and using it as a mechanism of risk taking was the key legal innovation that drove much of the economic growth that created our modern world.

A limitação da responsabilidade de sócios e administradores representa um mecanismo de financiamento que facilita a diversificação de investimentos pelos acionistas, na medida em que mitiga os riscos de perda pelos acionistas de seu patrimônio em caso de quebra da companhia⁶³. É o que se extrai de Kraakman et. al. (2018, p. 45):

⁵⁹ A expressão “administradores” limita-se aos órgãos de administradores definidos na Lei das S.A. (artigo 138): o conselho de administração e a diretoria. Embora exista quem defenda que a administração das companhias possa ser entendida de maneira mais ampla, a incluir a assembleia e o conselho fiscal como “centros de poderes administrativos (...) competentes para a prática de atos de gestão” (SACRAMONE, 2014, p. 45). Neste trabalho, a expressão “administradores” refere-se aos membros da diretoria e do conselho de administração – e nada mais. Neste sentido, ADAMEK (2009, p. 19): “Em suma, no direito acionário brasileiro, a administração da companhia compete à diretoria, órgão de representação obrigatório em toda e qualquer companhia (LSA, arts. 138 e 144), e ao conselho de administração, órgão de deliberação colegiada com atribuições específicas (LSA, arts. 138, § 1º, e 142) (...). De regra, as normas reguladoras dos deveres e responsabilidades dos administradores aplicam-se indistintamente a membros dos órgãos da administração, sejam eles diretores ou conselheiros (LSA, art. 145).”

⁶⁰ Assim dito por Kraakman et al. (2009, p. 9), no original denominando-a de *default term*: “The corporate form effectively imposes a default term in contracts between a firm and its creditors whereby the creditors are limited to making claims against assets that are held in the name of (‘owned by’) firm itself, and have no claim against assets that the firm’s shareholders hold in their own names.”. No mesmo sentido, Bainbridge e Henderson (2016, p. 85): “(...) we have shown how both shareholders and creditors likely prefer limited liability as a default rule, even though it appears at first blush that they should have different views on the question.”.

⁶¹ É assim que ensina Leães (2004, p. 376): “Natural, assim, que se encare também as duas consequências obtidas mediante a personalização dos grupamentos – ou seja, a separação patrimonial e a limitação da responsabilidade – como respostas técnicas a necessidades sociais, sancionadas pelo ordenamento jurídico vigente.”.

⁶² Assim se extrai de Eizirik (2015, p. 36): “Na sociedade anônima, além da autonomia patrimonial, há limitação da responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade. Ou seja, os bens particulares dos sócios somente podem ser utilizados para o pagamento de obrigações da sociedade em caráter excepcional, quando forem observadas as hipóteses e limites expressamente estabelecidos em lei. O princípio da limitação da responsabilidade constitui, aliás, a principal razão pela qual a adoção da estrutura da sociedade anônima ou da limitada foi consagrada na prática dos negócios em detrimento de outras formas societárias que, apesar de ainda estarem previstas em lei, são de rara utilização.”. Sobre a relação entre autonomia patrimonial e responsabilidade limitada, afirma Salama (2014, p. 67): “Esses dois princípios – autonomia patrimonial e responsabilidade limitada – passariam, então, a compor o cerne da responsabilização empresarial no Brasil.”. É o que também se retira de Leães (p. 375): “Ora, esses dois efeitos – autonomia patrimonial e limitação da responsabilidade, obtidos mediante a personalização, se justificam pela própria natureza de tal construção jurídica.”

⁶³ Embora não seja o foco desse trabalho, como afirma Silva Neto (2020, p. 539), “(...) falência também é meio de preservação da empresa”, de modo que ambientes competitivos podem naturalmente levar companhias a quebrar. Sendo assim, a limitação da responsabilidade se torna um fundamento para a diversificação de investimentos, como ensina Salama (2014, p. 274-275): “Em uma economia dinâmica e minimamente competitiva, a quebra é sempre uma possibilidade, e isso traz uma consequência bastante grave: sob um regime jurídico de

A responsabilidade limitada protege os proprietários da empresa – os acionistas – das pretensões dos credores. Isso é importante porque facilita a diversificação. Com a responsabilidade ilimitada, o risco de perdas corrido pelos sócios depende do modo como os negócios da companhia são geridos. Logo, os sócios geralmente preferem envolver-se ativamente na condução dos negócios, a fim de manter esse risco sob controle. Essa necessidade de “pôr a mão na massa” torna difícil investir em muitos negócios ao mesmo tempo. A responsabilidade limitada, por outro lado, impõe um teto às perdas possíveis, tornando factível para os acionistas diversificar suas participações. Reduz-se, assim, o risco agregado das carteiras dos acionistas, diminuindo o prêmio de risco que eles exigirão e reduzindo o custo do capital da empresa.

Nota-se que a diversificação de investimentos pelos acionistas relaciona-se com a redução de seus custos de monitoramento, o que se traduz em uma grande vantagem econômica para as sociedades de capital⁶⁴, como são entendidas as companhias⁶⁵.

Os favores da responsabilidade limitada para a diversificação de investimentos pelos acionistas e redução dos custos de monitoramento também são abordados por Manne (1967, p. 262), equiparando-a como um mecanismo para levantamento de capital pela companhia:

It is perhaps less obvious that the concept of limited liability also flows logically from the concept of the corporation as a capital-raising mechanism. One of the great advantages of the large corporate system is that it allows individuals to use small fractions of their savings for various purposes, without risking a

responsabilidade ilimitada, quanto mais diversificado o investidor estiver, tanto maior será o risco de perder grande parte do seu patrimônio. Isso quer dizer que *sob responsabilidade ilimitada a diversificação pode maximizar os riscos de perda, em vez de mitigá-los*. Sob responsabilidade ilimitada, portanto, a estratégia mais eficiente será concentrar investimentos em vez de diversificá-los.”

⁶⁴ É o que se extrai de Salama (2014, p. 296-297): “Vale dizer o seguinte: quanto menor a chance de serem os sócios responsabilizados por dívidas da empresa, tanto menor serão o tempo e o esforço que cada sócio despenderá em monitoramento dos demais sócios. Esses custos de monitoramento são indesejáveis não só por representarem um desperdício, mas principalmente porque sinalizam um aumento da incerteza quanto à possibilidade de perda nos investimentos. (...) Mas se os custos de monitoramento são pouco importantes nas sociedades de pessoas, o mesmo não pode ser dito nas sociedades de capital. Nos dias de hoje, talvez a sociedade de capital com ações negociadas em bolsa de valores nem sequer pudesse existir sem a responsabilidade limitada de sócio. Nas bolsas de valores, a ausência de limitação de responsabilidade de sócio poderia elevar os custos de monitoramento a tal ponto que o funcionamento de todo o mercado acionário seria inviabilizado.”

⁶⁵ Sobre a caracterização da companhia como sociedade de capital, em razão da relação trazida entre essa característica e a limitação da responsabilidade de sócios e administradores, recorre-se a MARTINS (2015, p. 239): “As sociedades anônimas são consideradas *sociedades de capital* pois vivem em função deste, não merecendo atenção especial a pessoa dos sócios. Decorre esse fato da responsabilidade limitada dos sócios, que apenas assumem o compromisso de integralizar as importâncias relativas às ações que adquirem ou subscrevem. Os terceiros, que contratam com a sociedade, não contam com garantias subsidiárias por parte dos acionistas, tomando assim, para base de suas operações apenas o patrimônio da sociedade. Por outro lado, cumprida a obrigação principal dos sócios de concorrer com sua parte para o capital, a retirada dos mesmos do organismo social não tem influência sobre esse, pois a sociedade se constituiu em função do capital. Essa a razão de se dizer que as pessoas dos sócios não são levadas em consideração na existência da sociedade anônima.”

disastrous loss if any corporation in which they have invested becomes insolvent.

Favorecendo a diversificação de investimentos, reduzindo os custos de monitoramento e funcionando como um meio para a obtenção de capital pela companhia⁶⁶, Bainbridge e Henderson (2016, p. 51) colocam a limitação da responsabilidade de sócios e administradores como um princípio fundamental para o desenvolvimento do sistema econômico moderno⁶⁷:

⁶⁶ É importante referenciar que Salama (2014) elenca outras duas vantagens econômicas da responsabilidade limitada: (i) a compensação pela aversão ao risco; e (ii) a facilitação das transferências eficientes de controle. Sobre a primeira, assim explica o autor: “A segunda vantagem que se associa à limitação de responsabilidade de sócio é o incentivo à realização de investimentos *com valor monetário esperado positivo por investidores avessos ao risco*. (...) a aversão ao risco de perda pode obstar a realização de investimentos socialmente desejáveis, e que a responsabilidade limitada pode funcionar como uma forma de *subsídio implícito* que reduz o custo de capital do investimento compensando os investidores pelo seu prêmio de risco. (...) Mas, será que esse subsídio é eficiente? Isto é, será que esse subsídio implícito serve ao fim de maximizar a riqueza de toda a sociedade (e não apenas de alguns sócios)? Do ponto de vista econômico a resposta é: *às vezes sim*. A responsabilidade limitada faz com que haja uma parcial transferência do *suporte* do risco de quebra da empresa dos sócios para os credores. Isto é, se a empresa quebrar, uma proporção significativa das perdas será suportada pelos credores da empresa. Em alguns casos, pode ocorrer que os credores estejam em melhor posição do que os sócios para suportar esse risco de perda.” (Salama, 2014, p. 286; 290; 293-294). No que diz ao segundo item aqui indicado, Salama (2014, p. 300-302) assim o explica: “A incerteza gerada pela ilimitação da responsabilidade do sócio pode obstar transferências eficientes de controle. Para entender o argumento e por que ele importa, é preciso primeiro definir o que seja uma transferência eficiente de controle. *Grosso modo*, uma transferência de controle societário será eficiente quando o novo controlador puder tornar a empresa mais produtiva. O novo controlador pode fazê-lo, por exemplo, transferindo à empresa tecnologia, capitalizando-a, melhorando suas práticas de gestão, inserindo-a em uma cadeia de produção com outras empresas ou internacionalizando-a. (...) O ponto que aqui nos interessa é que a limitação da responsabilidade do sócio ao valor do capital social funciona como uma baliza para os prejuízos do adquirente. Os negócios da empresa adquirida podem sofrer, o balanço elaborado pelo vendedor pode ter sido fajuto e a indenização ou multa posteriormente devida pelo vendedor pode não ser paga. Ou seja, na compra da empresa, tudo pode dar errado. Mas sob um regime de responsabilidade limitada o adquirente conhece, pelo menos, o ‘teto’ (isto é, o valor máximo) das suas perdas. E esse teto, como se vê, é o valor do seu investimento original. Nada mais será perdido além do valor aportado para a compra da empresa. Sob um regime de responsabilidade ilimitada, por outro lado, esse limite das perdas é incerto. Isso causará um aumento do *prêmio de risco* exigido pelo comprador e, por consequência, o preço que o comprador estará disposto a pagar será menor. Essa redução no preço ofertado para a compra (gerada pela insegurança dos potenciais adquirentes) pode fazer com que muitas transferências de controle eficientes deixem de ocorrer. Isso quer dizer que a responsabilidade limitada facilita, e pode mesmo ser necessária, para permitir a livre transferência de controle societário”.

⁶⁷ Kraakman et. al. (2009, p. 10) comentam sobre a relação entre a responsabilidade limitada e a administração delegada, o que também importa para a construção do sistema econômico moderno: “Asset partitioning also permits flexibility in the allocation of risk and return between equity-holders and debt-holders, greatly simplifies the administration of both business and individual bankruptcy, and – by isolating the value of the firm from the personal financial affairs of the firm’s owners – facilitates tradability of the firm’s shares, which is the third characteristic of the corporate form. Finally, asset partitioning, and limited liability in particular, plays an important function – but more subtle and less often remarked – in facilitating delegated management, which is the fourth of the core characteristics of the corporate form. In effect, by shifting downside business risk from shareholders to creditors, limited liability enlists creditors as monitors of the firm’s managers, a task which they may be in a better position to perform than are the shareholders in a firm in which share ownership is widely dispensed.”. Não por nada que Eizirik (2015, p. 36) informa que “O princípio da limitação da responsabilidade constitui, aliás, a principal razão pela qual a adoção da estrutura de sociedade anônima ou da limitada foi consagrada na prática dos negócios em detrimento de outras formas societárias que, apesar de ainda estarem previstas em lei, são de rara utilização.”

In sum, there is considerable truth to the widely shared view that limited liability was, and remains, essential to attracting the enormous amount of investment capital necessary for industrial corporations to arise and flourish. (...) By allowing the public corporation to develop, limited liability thus was in large measure responsible for the development of our modern economic system.

Embora inversa à blindagem da pessoa jurídica (*“entity shielding”*), que protege os bens da companhia contra os credores dos acionistas, o princípio da limitação de responsabilidade de sócios e administradores age em conjunto com aquela para a redução do custo de capital. Como explicam Kraakman et. al. (2009, p. 9-10), a responsabilidade limitada e a blindagem da pessoa jurídica (*“entity shielding”*) garantem que os bens da companhia serão utilizados para o cumprimento das obrigações mantidas por ela com seus credores – e, assim, não haverá confusão entre o patrimônio (e as obrigações) dos acionistas e da companhia:

Limited liability is a (strong) form of “owner shielding” that is effectively the converse of the “entity shielding” described above as a component of legal personality. Entity shielding protects the assets of the firm from the creditors of the firm’s owners, while limited liability protects the assets of the firm’s owners from the claims of the firm’s creditors. Together, they set up a regime of “asset partitioning” whereby business assets are pledged as security to business creditors, while the personal assets of the business’s owners are reserved for the owners’ personal creditors. (...) This partitioning can increase the value of both types of assets as security for debt. Creditors of the firm commonly have a comparative advantage in evaluating and monitoring the individual’s personal assets. As a consequence, corporate-type asset partitioning can reduce the overall cost of capital to the firm and its owners.

O conceito de responsabilidade limitada pode ser descrito da seguinte forma: “Limited liability means only that those who contributes equity capital to a firm risk no more than their initial investments – it is an attribute of the investment rather than of the corporation” (EASTERBROOK e FISCHER, 2005, p. 91). Para Eizirik (2015, p. 36), a limitação da responsabilidade de sócios e administradores traduz-se na regra de que a companhia “detém patrimônio próprio, que não se confunde com o de seus sócios e que sempre deverá responder, prioritariamente, pelas suas dívidas e obrigações”.

Para Munhoz (2021, p. 112), a limitação da responsabilidade de sócios e administradores faz parte do “arquétipo” societário, que restringe o risco ao capital representativa da “parcela objeto do investimento”. Permite-se, com a responsabilidade limitada, uma garantia aos acionistas e credores da companhia de limitação ao patrimônio e obrigações da própria companhia – não se alcançando o

patrimônio pessoal dos sócios para cumprimento de obrigações da companhia, e limitando-se a companhia a responder por suas obrigações, como afirma Salomão Filho (2011, p. 213):

(...) A separação patrimonial instrumental a essa afetação é exatamente aquela que permite ao comerciante limitar seu risco (impedindo que dívidas oriundas de sua atividade comercial ameacem seu patrimônio pessoal) e garante os credores por dívidas oriundas da atividade praticada com o patrimônio separado (assegurando que aquele patrimônio é a garantia de sua dívida e que portanto, eles não terão a *concorrência* dos credores particulares do titular do patrimônio.

A Lei das S.A. estabelece em seu artigo 1º que a responsabilidade dos acionistas será “(...) limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”, o que significa que o acionista responde unicamente pelas ações por ele subscritas e não integralizadas. Tendo sido integralizadas toda as ações subscritas pelo acionista, não cabe a ele nenhuma responsabilidade adicional⁶⁸.

Em resumo, como afirmam Bainbridge e Henderson (2016, p. 45) o conceito que se dá à responsabilidade limitada é bastante formalista, representando uma extensão da autonomia patrimonial. Ou seja, a companhia é a única responsável para com seus credores, tendo em vista que as obrigações foram por ela contraídas – o que pode ser afastado quando os acionistas utilizarem a companhia como seu *alter ego*⁶⁹. A esse fenômeno se dá o nome de desconsideração da personalidade jurídica.

2.3.3 A teoria da desconsideração da personalidade jurídica

Na primeira parte de sua obra-prima Fausto, ecoando a voz de Mephistopheles, Goethe (2007, p. 103) escreve: “Grau, theurer Freund, ist alle Theorie, Und grün des Lebens goldner Baum”⁷⁰. Em terras brasileiras, a desconsideração da personalidade jurídica ultrapassou a barreira de mera teoria,

⁶⁸ Em seus comentários à Lei das S.A., Eizirik (2015, p. 37) ensina: “Após o acionista integralizar as ações que subscreveu, cessa para ele qualquer responsabilidade pelas dívidas da sociedade, ainda que as demais ações em que se divide o capital social não estejam totalmente integralizadas. O acionista responde apenas pela parte do capital social por ele subscrita e não integralizada.”

⁶⁹ “The answer one usually gets is quite formalistic, treating limited liability as a corollary of the corporation's status as a separate legal person. Hence, it is the corporation that incurs the debt or commits the tort and therefore the corporation that must bear the responsibility for its actions. Where the shareholders treat the corporation as their 'alter ego', however, the firm is treated as their agent and the shareholders may be held vicariously liable for the corporation's actions.” (Bainbridge e Henderson, 2016, p. 45).

⁷⁰ Em tradução livre: “Cinzenta, caro amigo, é toda Teoria, e verde a rica Árvore da Vida.”

passando a ser um instituto vivo a ponto de Salama (2014) decretar o fim da responsabilidade limitada.

Carvalhosa e Kuyven (2016, p. 208) afirmam que a personalidade jurídica e os efeitos dela decorrentes não são absolutos, mas limitados pelo abuso da personalidade jurídica:

Porém, a personalidade jurídica não constitui direito absoluto, estando submetida às teorias da fraude contra credores e do abuso do direito. Essas restrições levaram à criação do instituto da desconsideração da personalidade jurídica, fundada na *disregard doctrine* da jurisprudência norte-americana, aplicável a casos concretos nos quais o respeito à autonomia jurídica de uma sociedade, consolidando situações de fraude e abuso, faria com que se frustrasse a própria finalidade para qual a Lei criou e reconheceu a personalidade jurídica.

O Código Civil, com as alterações da Lei da Liberdade Econômica, determina no artigo 50 que a personificação se tornará ineficaz⁷¹ no caso de abuso da personalidade jurídica, i.e., quando sócios ou administradores praticarem atos com desvio de finalidade ou confusão patrimonial:

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso.

No entanto, a regra geral disciplinada pelo Código Civil tem sido afastada de modo a ampliar as hipóteses de responsabilização de sócios e administradores, por legislações especiais e, também, por decisões judiciais. Sobre o assunto, Eizirik (2015, p. 37-38) sugere haver “inúmeros equívocos” na utilização da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pelos tribunais brasileiros, vez que a teoria é utilizada para “(...) responsabilizar acionistas (mesmo minoritários) e administradores por dívidas da companhia, notadamente nas esferas fiscal, previdenciária e trabalhistas, sem que fique provada a fraude ou o abuso.”

Salama (2015, p. 330) vai além e afirma que chegará o dia em que serão responsabilizados os meros parceiros de truco de sócios:

⁷¹ É como Requião (1995, p. 392) se refere aos efeitos da desconsideração da personalidade jurídica: “(...) não se trata, é bom esclarecer, de considerar ou declarar nula a personificação, mas de torná-la ineficaz para determinados atos.”

Mas com o tempo os critérios foram sendo abandonados e, em muitos casos, a desconsideração passou a refletir simplesmente o princípio de que alguém deve pagar a conta de empresa inadimplente; às vezes, literalmente qualquer um, especialmente se tratar-se de um crédito trabalhista, ou se o credor for o governo. Tamanho é o descaso com que a desconsideração se opera que talvez não esteja longe o dia em que nossos juízes tomarão a sério a hipótese de responsabilização de familiares de sócios de empresa insolvente; ou quem sabe até de amigos, correligionários, colegas de trabalho e por fim – por que não? – de parceiros de truco.

A ampliação – sem freio – na aplicação na teoria da desconsideração da personalidade jurídica pode ser entendida como uma forma de se alinharem preocupações distributivas – naquilo que Davis e Pargendler (2021) chamaram de heterodoxia contratual. As alterações promovidas pela Lei da Liberdade Econômica ao artigo 50 do Código Civil, nessa visão, podem ser consideradas como uma reação à heterodoxia, a fim de se resgatar os valores da ortodoxia na aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica⁷².

2.3.3.1 *Breve evolução histórica e teorias da desconsideração da personalidade jurídica*

Embora comumente se faça referência ao caso *Salomon vs. Salomon&co. Ltd*, julgado em 1897 pela *House of Lords*, em que se afastou a decisão de primeira instância de desconsideração da personalidade jurídica⁷³, o desenvolvimento da

⁷² Em interessante trabalho sobre a heterodoxia jurídica no sul global, Davis e Pargendler (2021, p. 270-271) esclarecem: “Por certo, há muito tempo a literatura nacional tem discutido se a abordagem *substantiva* dos tribunais brasileiros em relação às disputas contratuais é tanto peculiar como problemática para o desenvolvimento econômico (PARGENDLER, 2017). Economistas e sociólogos constataram, mediante a aplicação de questionários, especial preocupação dos juízes brasileiros com a ‘justiça social’ na resolução de disputas contratuais (LAMOUNIER; SOUZA, 2002; PINHEIRO, 2002). Também nos anos 2000, renomados economistas publicaram trabalho que atribuía à ‘incerteza judicial’ decorrente de ‘viés anticredor’ o alto *spread* bancário praticado no País, bem como a ausência de um mercado de crédito de longo prazo (ARIDA; BACHA; LARA-RESENDE, 2005, tradução nossa). Embora a existência de um viés anticredor tenha sido questionada por estudos teóricos e empíricos subsequentes (FALCÃO NETO; SCHUARTZ; ARGUELHES, 2006; SALAMA, 2017; YEUNG; AZEVEDO, 2015), trabalhos posteriores identificaram novas decisões heterodoxas, como aquelas em favor da revisão de contratos de compra e venda futura de soja verde diante do aumento do preço internacional do produto (REZENDE; ZYLBERSZTAJN, 2012). O apelo à função social do contrato como fundamento para posicionamentos jurisprudenciais heterodoxos tem suscitado fortes críticas no Brasil sob a perspectiva da análise econômico do Direito (TIMM, 2009), a qual também tem apontado o risco de potencial ‘efeito bumerangue’ em detrimento do grupo que se busca favorecer (SALAMA, 2015). Aliás, ao reformar diversas normas do Código Civil para reiterar cânones clássicos da ortodoxia contratual, a Lei da Liberdade Econômica (Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019) apenas pode ser compreendida como reação à abordagem heterodoxa prevalente nos tribunais brasileiros, embora as consequências concretas do novo diploma ainda permaneçam incertas.”

⁷³ Guimarães (2004, p. 230) narra o caso *Salomon vs. Salomon&co. Ltd* da seguinte forma: “O caso que mais teve repercussão mundial foi o ocorrido na Inglaterra (*Salomon v. Salomon & Co.*) que, ao contrário do indigitado, não

teoria da desconsideração da personalidade jurídica se deu no direito norte-americano⁷⁴.

Considerados *leading cases* da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, os casos *Booth vs. Bounce* (de 1865)⁷⁵, *United States vs. Milwaukee Refrigerator Transit Co.* (de 1905) e *United States vs. Lehigh Valley R.R. Co.* (de 1911)⁷⁶ tratam de situações em que houve o levantamento do véu da pessoa jurídica⁷⁷ para alcançar seus componentes.

foi o pioneiro, datando, portanto, de 1897. De toda sorte, tal julgado delineou o instituto da desconsideração. Aaron Salomon com mais 6 membros de sua família criou uma *company*, em que cada sócio era detentor de uma ação, reservando 20.000 ações a si, integralizando-as com o seu estabelecimento comercial, sendo certo que Aaron Salomon já exercia a mercancia, sob a forma de firma individual. Os credores oriundos de negócios realizados pelo comerciante individual Aaron Salomon viram a garantia patrimonial restar abalada em decorrência do esvaziamento de seu patrimônio em prol da *company*. Com esse quadro, o juízo de primeiro grau declarou a fraude com o alcance dos bens do sócio Aaron Salomon. Ressalte-se, entretanto, que a *House of Lords*, reconhecendo a diferenciação patrimonial entre a companhia e os sócios, não identificando nenhum vício na sua constituição, reformou a decisão exarada.”. Requião (2002, p. 757-758), em sua clássica conferência na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, intitulada *Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (disregard doctrine)*, fez um interessante reporte histórico do caso *Salomon vs. Salomon & Co. Ltd* – que merece transcrição: “O comerciante Aaron Salomon havia constituído uma ‘Company’, em conjunto com outros seis componentes de sua família, cedido o seu fundo de comércio à sociedade assim formada, recebendo 20.000 ações representativas de sua contribuição ao capital, enquanto para cada um dos outros membros foi distribuída uma ação apenas; para a integralização do valor do aporte efetuado, Salomon recebeu ainda obrigações garantidas de dez mil libras esterlinas. A companhia logo em seguida começou a atrasar os pagamentos, e um ano após, entrando em liquidação, verificou-se que seus bens eram insuficientes para satisfazer as obrigações garantidas, sem que nada sobrasse para os credores quirografários. O liquidante, no interesse desses últimos credores sem garantia, sustentou que a atividade da ‘company’ era ainda a atividade pessoal de Salomon para limitar a própria responsabilidade; em consequência Aaron Salomon devia ser condenado ao pagamento dos débitos da ‘company’, vindo o pagamento de seu crédito após a satisfação dos demais credores quirografários. O magistrado que conheceu do caso em primeira instância, secundado depois pela Corte de Apelação, acolheu essa solicitação, julgando que a ‘company’ era exatamente apenas uma subsidiária de Salomon, ou melhor, um seu ‘agent’ ou ‘trustee’, que permanecera na verdade o efetivo proprietário do fundo de comércio. Nisto ficou a inauguração da doutrina do ‘disregard’, pois a Casa dos Lordes acolheu o recurso de Aaron Salomon para reformar aquele entendimento das instâncias inferiores, ns consideração de que a ‘company’ tinha sido validamente constituída, pois a lei simplesmente requeria a participação de 7 pessoas, que no caso não haviam perseguido nenhum intuito fraudulento. Esses acionistas, segundo os ‘Lords’, haviam dado vida a um sujeito diverso de si mesmos, e em última análise não podia julgar-se que a ‘company’ fosse um ‘agent’ de Salomon. Em consequência não existia responsabilidade de Salomon para a ‘company’ e seus credores e era, consequentemente, válido o seu crédito privilegiado.”.

⁷⁴ Sobre o assunto, esclarece Munhoz (2004, p. 26): “A teoria encontraria sua origem na jurisprudência norte-americana, indicando-se o caso *Bank of United States vs. Deveaux* de 1809, como o primeiro precedente. Na Inglaterra, é célebre o caso *Salomon vs. Salomon & Co. Ltd*, julgado em 1897 pela *House of Lords*. A despeito da *House of Lords* haver reformado a decisão que determinaria a desconsideração a personalidade jurídica, a técnica passou a ter o sucesso acentuado nos Estados Unidos, o que tornou a *disregard doctrine* ‘mais uma construção jurisprudencial norte-americana do que britânica’.”.

⁷⁵ Nunes e Bianqui (2009, p. 302).

⁷⁶ Sobre os casos *United States vs. Milwaukee Refrigerator Transit Co.* e *United States vs. Lehigh Valley R.R. Co.*, Lobo (2016, p. 90-91) discorre que se tratam de casos de “manifestas hipóteses de ‘fraude à lei’ e que, assim, as Cortes decidiram pela desconsideração da personalidade jurídica: “Nos Estados Unidos da América, em 1905, no caso ‘*United States v. Milwaukee Refrigerator Transit Co.*’, e, em 1911, no caso ‘*United States v. Lehigh Valley R.R. Co.*’, ‘*leading cases*’ que tratavam de manifestadas hipóteses de ‘fraude à lei’, as Cortes decidiram ‘desconsiderar’ o ‘princípio da separação’ entre a ‘*corporation*’ e seus sócios e ‘penetrar o véu’ da pessoa jurídica, para alcançar os membros que as compunham, cabendo à doutrina (...) descrever e fundamentar a ‘*disregard*’.”.

⁷⁷ Para fazer uso da expressão adotada no direito norte-americano para representar a desconsideração da personalidade jurídica: *piercing the corporate veil*.

Destaque, no entanto, se dá ao pioneiro caso *Bank of United States vs. Deveaux* (de 1809), em que se discutia a competência das Cortes Federais para julgamento de conflitos entre cidadãos de diferentes estados da federação norte-americana, quando a personalidade jurídica foi ignorada para decidir que a competência seria analisada de acordo com a nacionalidade estadual dos membros da pessoa jurídica⁷⁸. Sobre o assunto, se extrai de Dantas (2013, p. 330):

Quase todos os autores consideram que o primeiro caso de aplicação da *disregard doctrine* foi o caso *Salomon vs. Salomon*, na Inglaterra, em 1897 (...). Antes disso, em 1809, houve, nos Estados Unidos, o caso *Bank of United States vs. Deveaux*, no qual se discutia o art. III, seção 2, da Carta estadunidense, em que está prevista a competência dos tribunais federais para litígios entre os cidadãos de diferentes estados da União. Seria a tal disposição extensiva às pessoas jurídicas, isto é, poderia ser o banco em questão considerado cidadão do Estado-membro que o havia criado? Nesse precedente, o famoso Juiz MARSHALL, da Suprema corte americana, conheceu do caso e “levantou o véu da pessoa jurídica” (daí a expressão *piercing the corporate veil*, utilizada na doutrina da língua inglesa), tomando em consideração os indivíduos integrantes da sociedade bancária.”

Há estudos também sobre a construção jurisprudencial da desconsideração da personalidade jurídica na Europa continental⁷⁹. Gonçalves (2020, p. 914-915) fornece um resumo do aparecimento da teoria da desconsideração da personalidade jurídica na Europa continental, destacando pioneira decisão do tribunal alemão que entendeu pela “penetração na pessoa jurídica”⁸⁰ sob o argumento de que “(...) o juiz deve dar primazia ao poder dos fatos e à realidade da vida e, sob este ponto de vista, a pretensão dos Réus não é censurável”.

Ainda comentando sobre a evolução da teoria da desconsideração da personalidade jurídica na Europa continental, Gonçalves (2020, p. 914-916) afirma que sua análise pode ser dividida entre o antes e o depois da publicação da obra de Rolf Serick, datada de 1955 e denominada de *Rechtsform und Realität juristischer*

⁷⁸ O inovador trabalho de Maurice Wormser percorre o histórico das decisões judiciais que formaram o conceito da desconsideração da personalidade jurídica nos Estados Unidos (WORMSER, 1912). Sobre o mencionado caso, escrevem Nunes e Bianqui (2009, p. 301-302): “No caso *Bank of United States vs. Deveaux* (1809), por ele citado como o *leading case* da aplicação da teoria da desconsideração, discutia-se a competência das Cortes Federais para julgar uma ação face ao dispositivo da Constituição Federal (artigo 3º que a restringia a controvérsias entre cidadãos de diferentes estados. A decisão foi do Chief Justice Marshall que, com o intuito de preservar a jurisdição das Cortes Federais para as companhias, foi obrigado a ‘olhar através da sociedade para as características dos indivíduos que compunham a sociedade’. A Suprema Corte Americana decidiu que, na essência, as partes da ação eram os sócios e que as suas diversas cidadanias (estaduais) deveriam ser consideradas.”.

⁷⁹ Sobre o assunto, recomenda-se a clássica obra de J. Lamartine Correia de Oliveira, intitulada de *A dupla crise da pessoa jurídica* (OLIVEIRA, 1979, p. 284 e segs.).

⁸⁰ Para utilizar a expressão de OLIVEIRA (1979, p. 264).

Person, considerado por ele o “(...) primeiro tratamento dogmático completo, que desaguou numa sedimentada compleição sistemática do instituto”, permitindo que a jurisprudência perdesse o “carácter ensaístico” e passasse a “contar com uma base dogmática de apoio à solução dos casos concretos”⁸¹.

A teoria da desconsideração da personalidade jurídica proposta por Rolf Serick é denominada de unitarista, porque tem a personalidade jurídica como regra e sua desconsideração como exceção, necessariamente motivada em específicos atributos (Nunes e Bianqui, 2009, p. 306)⁸². Para Gonçalves (2020, p. 915) são quatro as proposições da teoria de Rolf Serick:

As principais notas do seu pensamento são reduzidas pelo autor a quatro proposições:

- (i) A desconsideração da personalidade consubstancia uma forma de *abuso da pessoa jurídica*, que se manifesta no uso da *juristische Person* para obter o prejuízo de terceiros;
- (ii) Há lugar à desconsideração em caso de *violação do escopo* de normas jurídicas ou do fim contratual;
- (iii) A realidade normativa dirigida a pessoas singulares, ou associada a uma dimensão valorativa dependente da pessoa humana (*menschliche Werte Bezug nehmen*), prevalece sobre a realidade normativa de escopo corporativo; e, por fim,
- (iv) Há lugar ainda à desconsideração em caso de impossibilidade, fáctica e não jurídica, de distinção entre sujeitos.

Além de não diferenciar os tipos de pessoa jurídica para fins de aplicação da desconsideração da personalidade jurídica⁸³, a teoria unitarista proposta por Rolf

⁸¹ Embora destaque a importância da obra de Rolf Serick no fomento de teorias explicativas da desconsideração da personalidade jurídica, Salomão Filho (2011, p. 232-234) discorda que Rolf Serick tenha sido o primeiro a tratar doutrinariamente sobre o tema. Para ele, o pioneirismo cabe à teoria de W. Bigiavi, exposta em seu livro *L'imprenditore occulto*: “é por isso que, antes de tratar das teorias da desconsideração propriamente ditas, parece importante mencionar uma teoria, de grande difusão nos anos 50, que procurou atingir os mesmos efeitos da desconsideração – e daí o seu pioneirismo – sem no entanto lidar com o conceito de pessoa jurídica. Trata-se da teoria de W. Bigiavi, centrada na figura do ‘sócio tirano’, ou seja, do sócio que faz uso da sociedade como ‘coisa própria’. O autor chega à responsabilidade ilimitada do sócio tirano através de sua equiparação à figura do empresário oculto, para o qual já havia deduzido uma regra de responsabilidade pessoal. Essa equiparação é feita com base no domínio por ele exercitado sobre a sociedade, domínio qualificado, verdadeira tirania, segundo o autor, que o transforma em empresário indireto. A esse ponto parece já estar claro que o modelo típico de tirania, o sócio único, deve ser invocado para sustentar a teoria. Com efeito, o artigo 2.362 do *Codice Civile* italiano, que prevê a responsabilidade ilimitada do sócio único, é visto como uma confirmação do princípio da responsabilidade ilimitada do sócio tirano, a ponto de o legislador criar uma presunção *iuris et de iure* de tirania. A desconsideração da personalidade jurídica que essa teoria implica é bastante evidente, ainda que assim não seja qualificada expressamente. Atualmente é pequeno o seu reconhecimento jurisprudencial, tendo em vista a interpretação restritiva que bem sendo dada ao artigo 2.363 do *Codice Civile*.”

⁸² Sobre o assunto, escreve Salomão Filho (2011, p. 234): “O autor adota um conceito unitário de desconsideração, ligado a uma visão unitária da pessoa jurídica como ente dotado de uma essência pré-jurídica, que se contrapõe e eventualmente se sobrepõe ao valor específico de cada norma.”

⁸³ “O unitarismo de Serick revela-se também em outro plano: a não distinção entre tipos de pessoas jurídicas, com relação à organização interna, motivo pelo qual não vê nenhum motivo que justifique um tratamento diferenciado para a sociedade unipessoal.” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 235).

Serick justifica a desconsideração da personalidade jurídica no “(...) elemento intencional na utilização fraudulenta da forma societária” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 235). Ainda que existam subgrupos na teoria unitarista⁸⁴, alguns com críticas à teoria de Rolf Serick⁸⁵, a reação à essa teoria se deu por meio do trabalho de Müller-Freinfels⁸⁶.

Salomão Filho (2011, p. 242-243) afirma que o trabalho de Müller-Freinfels defende maior flexibilidade na aplicação da desconsideração da personalidade jurídica, atingindo não apenas casos de fraude no uso da pessoa jurídica, mas, também, quando assim for necessário para o objetivo da norma aplicável. Sobre o assunto, escrevem Nunes e Bianqui (2009, p. 306-307):

A desconsideração, sob a ótica de tal teoria, passa a incluir não só os casos de fraude, mas também determinadas situações nas quais, em razão do objetivo da norma, é importante não levar em conta a personalidade jurídica (seria assim, também, uma técnica legislativa ou uma técnica de aplicação das normas); ou seja, não se trata tão somente de considerar o problema da pessoa jurídica mas, antes, o problema da aplicação de normas. Assim, a desconsideração dar-se-ia para Müller-Freinfels: (i) em casos de fraude e nas situações em que (ii) uma norma tem uma pretensão de aplicação absoluta ou visa atingir a realidade subjacente à própria pessoa jurídica (*Regelungstechnik*).

Embora não esteja alçado a uma teoria, a análise comparativa da desconsideração da personalidade jurídica nos sistemas da *civil law* e da *common law* proposta por Verrucoli (1964, p. 74 e segs.) é interessante, na medida em que apresenta a preocupação explícita dos sistemas da *civil law* com a definição de uma teoria que explique a desconsideração da personalidade jurídica – movimento que não é visto nos sistemas jurídicos da *common law*.

⁸⁴ É o que se extrai de Salomão Filho (2011, p. 235-236): “Dentro desse grupo podem-se identificar dois subgrupos, segundo o modo de justificação da desconsideração. Existem aqueles que tentam justificar a desconsideração de um ponto de vista objetivo-institucional, utilizando critérios, não sempre de fácil determinação, como *ordnungswidrige, funktionswidrige oder Zweckentfremdete Verwendung der juristischen Person* (utilização contrária aos estatutos, à função ou ao objetivo da pessoa jurídica). Uma outra corrente, na qual se inclui o próprio Serick, tenta justificar a desconsideração a partir do assim chamado *subjektiver Rechtsmissbrauch*, identificando o elemento intencional na utilização fraudulenta da forma societária. Nessa última corrente inclui-se ainda Galgano. Mesmo partindo de uma declaração de princípios eminentemente antiunitária, a proximidade de resultados entre a sua teoria e a de Serick é evidente. O autor rejeita qualquer tipo de assimilação entre pessoa física e jurídica. Nega também que a personalidade jurídica seja fundada em uma concessão de subjetividade jurídica aos grupos organizados por parte do legislador. Em uma análise muito próxima à tradicional doutrina instrumentalista (...).”.

⁸⁵ É o que afirma Salomão Filho (2012, p. 236) em relação às críticas de Galgano à teoria de Rolf Serick.

⁸⁶ Embora existam controvérsias sobre a classificação do trabalho de Müller-Freinfels como uma teoria antiunitária, fato é que ela teve aceitação na doutrina e jurisprudência alemãs (Salomão Filho, 2011, p. 243).

A desconsideração da personalidade jurídica teve divulgação no Brasil por meio da hoje clássica conferência proferida por Rubens Requião na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, intitulada *Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (disregard doctrine)*⁸⁷. Em sua lição clássica, Requião (2002, p. 751) defende que a desconsideração da personalidade jurídica é o remédio jurídico a ser aplicado quando a personalidade jurídica é “usada como anteparo de fraude”.

Desde então, surgiram diversos estudos sobre a desconsideração da personalidade jurídica no Brasil, destacando-se Oliveira (1979), Comparato (1976)⁸⁸, Coelho (1989), Salomão Filho (1998)⁸⁹ e, mais recentemente, o prestigiado trabalho de Salama (2014).

2.3.3.2 O conceito e as funções da desconsideração da personalidade jurídica

Como afirmam Salama (2015, p. 330) e Carvalhosa e Kuyven (2016, p. 208), a autonomia patrimonial da pessoa jurídica, que se traduz na separação entre as obrigações da companhia e as obrigações de seus acionistas e administradores, não – nem nunca foi – absoluta. Em alguns casos é possível estender a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações além da pessoa jurídica contraente, inclusive para fins de alocação de riscos (SALAMA, 2015, p. 333).

Em direito do trabalho, a responsabilidade solidária do grupo econômico por dívidas trabalhistas⁹⁰ é exemplo da superação da personalidade jurídica para fins de alocação de riscos, como explica Salama (2015, p. 334):

Esse uso da desconsideração da PJ para fins de alocação de riscos funciona, então, como um seguro implícito criado pelo legislador. Explico. (...) o empregado de empresa membro de grupo econômico está “segurado” pelas demais empresas do grupo. Afinal, se a empregadora quebrar, poderá recorrer às empresas relacionadas, que atuam de maneira análoga a “seguradoras”.

Essa analogia é importante porque mostra que a responsabilização decorrente da desconsideração da PJ pode acontecer independentemente da prática de ato ilícito. (...) não há ato ilícito quando uma empresa se torna insolvente. (...) uma queda súbita nas vendas pode ser suficiente para causar

⁸⁷ A conferência foi publicada na Revista dos Tribunais 410, em dezembro de 1969.

⁸⁸ O ano mencionado refere-se à primeira edição da festejada obra de Fábio Konder Comparato. No entanto, consultou-se Comparato (2008).

⁸⁹ Novamente se refere ao ano da primeira edição da obra. Consultou-se efetivamente Salomão Filho (2011).

⁹⁰ É o que se extrai do artigo 2º, § 2º, da CLT: “Sempre que uma ou mais empresas, tendo, embora, cada uma delas, personalidade jurídica própria, estiverem sob a direção, controle ou administração de outra, ou ainda quando, mesmo guardando cada uma sua autonomia, integrem grupo econômico, serão responsáveis solidariamente pelas obrigações decorrentes da relação de emprego.”

a materialização do risco – (...) custos trabalhistas (...). A questão é simplesmente quem arcará com essas perdas, não quem agiu com dolo ou culpa.

A desconsideração da personalidade jurídica não se destaca da autonomia patrimonial e da limitação de responsabilidade, mas, junto a elas, compõe o que se chama de responsabilização empresarial. Dessa maneira, a desconsideração da personalidade jurídica representa a extensão da responsabilidade pelo cumprimento de obrigações da pessoa jurídica para a pessoa de sócios e administradores, por meio da “suspensão episódica da eficácia da autonomia patrimonial e da limitação da responsabilidade, resultantes da personalização” (LEÃES, 2004, p. 376).

Sendo conceituada como a possibilidade de os “(...) credores da sociedade buscam recorrer ao patrimônio dos sócios para a satisfação de seu crédito perante a sociedade” (PARGENDLER, p. 578), a desconsideração da personalidade jurídica possui como função geral a de “reparar perdas de quem tiver sofrido danos”. Como funções específicas, a desconsideração da personalidade jurídica serve para “coibir práticas culposas ou dolosas de gestão” da companhia e para “reorganizar as atividades econômicas de modo a realocar e redistribuir os riscos relacionados à atividade empresarial” (SALAMA, 2015, p. 334), também chamadas de teoria maior e teoria menor⁹¹.

Como visto no item 2.2.3 acima, o artigo 50 do Código Civil determina que a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica se dá quando há o abuso no uso da pessoa jurídica por sócios e administradores. A desconsideração da personalidade jurídica teria o objetivo de “evitar a utilização da autonomia patrimonial como expediente para condutas fraudulentas ou abusivas contra o interesse de terceiros”, em conformidade com Eizirik (2015, p. 37).

Em crítica ao que chama de “desestimação da pessoa jurídica”, Leães (2004, p. 373; 376; 378-379) oferece o seguinte “lineamento” para a caracterização da regra geral de desconsideração da personalidade jurídica:

Em suma, a técnica da desconsideração da pessoa jurídica – ou seja, a suspensão episódica da eficácia da personalização – se impõe, quando se verifica que a personalidade jurídica foi utilizada como instrumento para a realização – de fraude ou abuso de direito. O fundamento jurídico que justifica a preterição do princípio da separação entre sócio e sociedade e a

⁹¹ Coelho (2014) denomina de teoria maior a função da desconsideração da personalidade jurídica na responsabilização de sócios e administradores pela prática de atos em abuso da personalidade jurídica, e de teoria menor a função da desconsideração da personalidade jurídica como mecanismo de alocação de riscos.

penetração para fins de responsabilidade subsidiária daquele por dívidas desta (ou vice-versa) é o uso indevido da personalidade. Desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade significa atribuir responsabilidade subsidiária ao sócio por atos da sociedade, ou vice-versa, e essa deslocação do centro de imputação implica que se leve em conta o comportamento do agente: uma obrigação por que responderia a sociedade, ou o sócio, passa também a ser imputada a quem faz o uso indevido da separação patrimonial.

Salama (2015, p. 338) esclarece que o legislador brasileiro optou por reconhecer a desconsideração da personalidade jurídica em razão da prática de ato ilícito como sendo parte da “espinha dorsal do sistema jurídico”, relegando como incidental a desconsideração como mecanismo de alocação de riscos. O ato ilícito ensejador da desconsideração da personalidade jurídica se dá quando há o abuso da personalidade jurídica, gênero do qual se extraem duas espécies: o desvio de finalidade e a confusão patrimonial, assim explicadas por Salama (2015, p. 339):

(...) De um modo geral, entende-se que o desvio de finalidade ocorre quando sócios, administradores ou representantes praticam atos em nome da empresa com fins distintos daqueles estabelecidos no seu objeto social. Já a confusão patrimonial se dá quando se misturam os negócios pessoais dos sócios, administradores ou representantes da empresa com os negócios da própria empresa. Juntas, as vedações ao desvio de finalidade e à confusão patrimonial têm por objetivo garantir que a gestão se dê sempre em benefício dos interesses da própria empresa.

A regra geral da desconsideração da personalidade jurídica, imposta pelos limites do artigo 50 do Código Civil, estabelece que se “(...) deve privilegiar a preservação da autonomia patrimonial e o caráter excepcional de sua flexibilização”, como escreve Waisberg (p. 562). Dessa maneira, a desconsideração da personalidade jurídica se constitui em uma exceção à autonomia patrimonial e à limitação de responsabilidade, a fim de compor o sistema moderno de responsabilização empresarial. A teoria menor – ou, melhor dizendo, a desconsideração da personalidade jurídica para fins de alocação de riscos – é a exceção de uma medida excepcional.

2.3.3.3 *Exceções legais à regra geral da desconsideração da personalidade jurídica*

A principal exceção à regra geral de desconconsideração da personalidade jurídica⁹² está prevista no artigo 28 do CDC⁹³, que prevê uma amplíssima responsabilização de sócios e administradores por obrigações da pessoa jurídica com seus consumidores⁹⁴.

A desconconsideração da personalidade jurídica do CDC alcança critérios genéricos e abstratos, seja em razão do *caput* do artigo 28, que prevê no caso de abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito, violação dos estatutos ou contrato social, falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica causados por má administração, seja por força do § 5º que autoriza a desconconsideração “sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.”

Seguindo a linha do CDC, a Lei nº 12.529/2011 – que estrutura a legislação *antitruste* no Brasil – estabelece os seguintes elementos para a desconconsideração da personalidade jurídica: abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação aos estatutos ou contrato social, e, ainda, falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica em razão de má administração⁹⁵. A preocupação com a amplitude da desconconsideração da personalidade jurídica no direito da concorrência é demonstrada por Cordovil et. al. (2011, p. 97), quando afirmam que elas fornecem ao julgador “espaço para [sua] discricionariedade”, tendo em vista que “que suas hipóteses são bastante amplas”

⁹² Mariana Pargendler possui interessante trabalho sobre as exceções à autonomia patrimonial no sistema jurídico brasileiro (PARGENDLER, 2019).

⁹³ “Art. 28. O juiz poderá desconconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. A desconconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

(...)

§ 2º As sociedades integrantes dos grupos societários e as sociedades controladas, são subsidiariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 3º As sociedades consorciadas são solidariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 4º As sociedades coligadas só responderão por culpa.

§ 5º Também poderá ser desconconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.”

⁹⁴ Salama (2014, p. 203) afirma que “Embora a hipótese do CDC seja mais ampla que a do Código Civil, seu espectro de aplicação é mais restrito, contemplando apenas as relações de consumo.”. Ver-se-á, mais adiante, no item 3.3.2, por exemplo, que a regra do artigo 28 do CDC tem sido aplicado a outras relações que não as de consumo.

⁹⁵ Art. 34. A personalidade jurídica do responsável por infração da ordem econômica poderá ser desconconsiderada quando houver da parte deste abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social.

Parágrafo único. A desconconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

muito “Embora a desconsideração da personalidade em virtude de infração da ordem econômica tenha sido pouco utilizada”.

A legislação tributária e a legislação ambiental também oferecem regimes próprios de desconsideração da personalidade jurídica. O CTN estabelece no artigo 135⁹⁶ que haverá a superação da personalidade jurídica no caso de as obrigações tributárias forem resultados de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei ou de atos constitutivos. A Lei nº 9.605/1998, em seu artigo 4º⁹⁷, determina que a desconsideração da personalidade jurídica terá lugar sempre que obstar o ressarcimento de prejuízos causados ao meio ambiente, em aproximação ao critério definido no § 5º, do artigo 28 do CDC.

Estas são as principais exceções legais à regra geral de desconsideração da personalidade jurídica prevista no artigo 50 do Código Civil, que serão retomadas no item 3.3. deste trabalho.

2.3.3.4 *Desconsideração inversa da personalidade jurídica*

Conforme Leães (2004, p. 379) – trecho transcrito no item 2.2.3.2 acima –, é possível que a sociedade seja responsabilizada por obrigações particulares de seus sócios, naquilo que se chamou de desconsideração inversa da personalidade jurídica⁹⁸.

O *leading case*⁹⁹ referente à desconsideração inversa da personalidade jurídica indica que o objetivo da “disregard doctrine é combater a utilização indevida

⁹⁶ “Art. 135. São pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos:

I - as pessoas referidas no artigo anterior;

II - os mandatários, prepostos e empregados;

III - os diretores, gerentes ou representantes de pessoas jurídicas de direito privado.”

⁹⁷ “Art. 4º Poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados à qualidade do meio ambiente.”

⁹⁸ Prado e Carmo (2012) organizaram estudo empírico sobre temas de direito societário e, em seus capítulos 7 e 8, há a análise da desconsideração inversa e sua aplicação pelos tribunais brasileiros.

⁹⁹ “PROCESSUAL CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO DE TÍTULO JUDICIAL. ART. 50 DO CC/02. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA INVERSA. POSSIBILIDADE. I - A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados impede o conhecimento do recurso especial. Súmula 211/STJ. II - Os embargos declaratórios têm como objetivo sanear eventual obscuridade, contradição ou omissão existentes na decisão recorrida. Inexiste ofensa ao art. 535 do CPC, quando o Tribunal a quo pronuncia-se de forma clara e precisa sobre a questão posta nos autos, assentando-se em fundamentos suficientes para embasar a decisão, como ocorrido na espécie. III - A desconsideração inversa da personalidade jurídica caracteriza-se pelo afastamento da autonomia patrimonial da sociedade, para, contrariamente do que ocorre na desconsideração da personalidade propriamente dita, atingir o ente coletivo e seu patrimônio social, de modo a responsabilizar a pessoa jurídica por obrigações do sócio controlador. IV - Considerando-se que a

do ente societário por seus sócios, o que pode ocorrer também nos casos em que o sócio controlador esvazia o seu patrimônio pessoal e o integraliza na pessoa jurídica” (BRASIL, 2010), o que atrai a “aplicação teleológica” do artigo 50 do Código Civil.

A desconsideração inversa da personalidade jurídica pressupõe atos de fraude do sócio para com seus credores particulares, por meio da confusão patrimonial – quando há a transferência injustificada de bens do patrimônio do sócio para o da pessoa jurídica. É situação – ou deveria ser – ainda mais excepcional, tendo em vista os contornos limitantes para sua aplicação¹⁰⁰.

Repetindo Fausto, verde e rica é a aplicação desenfreada da desconsideração da personalidade jurídica, vez que “pautada por soluções casuísticas”, gerando “dúvidas e incertezas” e sido “motivo de perplexidade” (Munhoz, 2004, p. 26), tornando cinzenta a regra geral que a fundamenta.

finalidade da disregard doctrine é combater a utilização indevida do ente societário por seus sócios, o que pode ocorrer também nos casos em que o sócio controlador esvazia o seu patrimônio pessoal e o integraliza na pessoa jurídica, conclui-se, de uma interpretação teleológica do art. 50 do CC/02, ser possível a desconsideração inversa da personalidade jurídica, de modo a atingir bens da sociedade em razão de dívidas contraídas pelo sócio controlador, conquanto preenchidos os requisitos previstos na norma. V - A desconsideração da personalidade jurídica configura-se como medida excepcional. Sua adoção somente é recomendada quando forem atendidos os pressupostos específicos relacionados com a fraude ou abuso de direito estabelecidos no art. 50 do CC/02. Somente se forem verificados os requisitos de sua incidência, poderá o juiz, no próprio processo de execução, “levantar o véu” da personalidade jurídica para que o ato de expropriação atinja os bens da empresa. VI - À luz das provas produzidas, a decisão proferida no primeiro grau de jurisdição, entendeu, mediante minuciosa fundamentação, pela ocorrência de confusão patrimonial e abuso de direito por parte do recorrente, ao se utilizar indevidamente de sua empresa para adquirir bens de uso particular. VII - Em conclusão, a r. decisão atacada, ao manter a decisão proferida no primeiro grau de jurisdição, afigurou-se escoreita, merecendo assim ser mantida por seus próprios fundamentos. Recurso especial não provido.” (BRASIL, 2010).

¹⁰⁰ Lobo (2016, p. 104-105) fornece intensas críticas ao instituto da desconsideração inversa, afirmando que “São péssimos os resultados da desconsideração inversa”, na medida em que “ (...) instiga conflitos entre minoritários e preferencialistas contra a controladora”, “(...) quebra a harmonia que deve existir entre representantes de minoritários, preferencialistas e da controladora no conselho de administração e na diretoria executiva”, gera resultados financeiros indesejáveis, tais como aumento do *spread* cobrado pelos bancos, maior número de garantias, redução de prazos de pagamento e negativa a concessão de novos empréstimos, e problemas de ordem “operacional e de marketing”, pois a desconsideração inversa terá “repercussão no funcionamento da empresa e na imagem e comercialização de seus produtos”. Para o autor, os limites para a aplicação da desconsideração inversa são os seguintes: “(i) deve obediência ao princípio da menor onerosidade possível ao devedor (art. 620 do revogado CPC e art. 805 do NCPC) (e, no caso, mais ainda, porque a controlada não é devedora) e (ii) só é cabível na ausência de norma legal que proteja o direito do credor ao recebimento do que lhe é devido, o que não se dá entre nós *ex vi* do art. 1026 do CC.”.

3 RISCO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR

A imputação automática de responsabilidade civil ao administrador, ignorando o processo decisório manejado, não atrai os incentivos necessários para a adoção de programas de compliance efetivos. Ignorar o processo de decisão adotado na administração das companhias, significaria tornar passível de rediscussão toda e qualquer decisão do administrador, o que levaria à ineficiência da organização.

Incorporando um conceito de direito penal, a responsabilização do administrador deve ser analisada sob a ótica da teoria do defeito de organização¹⁰¹. Por essa teoria, a culpa por atos de gestão irregulares estaria relacionada à maturidade da organização empresarial, por meio da investigação de sua cultura empresarial e da adequação aos padrões de conduta impostos pela legislação (FRAZÃO, 2017, p. 50-52).

Dessa forma, para fins de compreensão quanto à utilização do contrato de indenidade, importante que se traga à luz elementos referentes à responsabilidade do administrador perante os atos de gestão por ele praticados. Como explicam Silva e Camargo (2016, p. 41), independentemente da estrutura de capital, se disperso ou concentrado, a administração exerce função crucial na sociedade anônima, na medida em que se caracteriza como órgão prevaiente ou intermediário entre o controlador e os demais acionistas¹⁰².

Pretende-se, assim, com este capítulo estudar o regime de responsabilização do administrador, a fim de apreender as justificativas que levam à crescente utilização do contrato de indenidade como medida de proteção patrimonial do administrador.

¹⁰¹ Neste sentido, extrai-se de Tamasaukas e Bottini (2014, p. 129): “A pena, o castigo, e para quem tem culpa. E esta culpa, na pessoa jurídica, revela-se na decisão de burlar a lei ou na estruturação deficiente, na ausência de programa de *compliance* efetivo e funcional, na complacência ou condescendência com comportamentos suspeitos. A empresa que instala e incorpora políticas de integridade, dedicada à implementação de programas de prevenção de delitos, à apuração de qualquer ato suspeito, que demonstre seu compromisso real com a ética e com a transparência, não merece ser penalizada. Merece – como já dissemos – reparar o dano, arcar com os prejuízos, ver sustados ou anulados os benefícios que eventualmente obteve com o comportamento ilícito do qual não participou. Mas, qualquer coisa que vá além, com a finalidade da retribuição ou de prevenção, não encontra justificativa, pela ausência de culpabilidade.”

¹⁰² Sobre o assunto, assim afirmam Silva e Camargo (2016, p. 41): “Nas estruturas concentradas, por sua vez, ainda que do ponto de vista prático a administração, em regra, não seja a fonte de poder prevaiente (exceto em situações não usuais de absenteísmo do acionista controlador), ela representa um intermediário fundamental e estratégico na (potencialmente conflituosa) relação entre controladores e minoritários. O fato é que, independentemente das estruturas e conflitos apontados acima, o poder da administração exerce papel fundamental na sociedade anônima (seja como fonte de poder prevaiente ou intermediário entre controlador e minoria), daí a necessidade de um entendimento claro de suas funções e deveres sob duas perspectivas.”

3.1 OS DEVERES DO ADMINISTRADOR

Como já dito na seção “2.2.1 O instituto da personalidade jurídica e a autonomia patrimonial”, a personalidade jurídica confere à companhia a aptidão de ser sujeito de direito e, assim, titular de direitos e deveres. Na lição de Gomes (1987, p. 106), sendo pessoas jurídicas, as companhias “*praticam atos por intermédio de seus órgãos*”, que, por sua vez, são integrados por pessoas físicas (artigo 146 da Lei das S.A.¹⁰³).

Como explica Eizirik (2015, p. 20), os administradores são os “representantes orgânicos”¹⁰⁴, cabendo a eles a condução dos negócios sociais e a apresentação¹⁰⁵ da companhia, cuja vontade por eles manifestada a obriga:

Os administradores têm o poder-dever de administrar, isto é, de praticar todos os atos, seja esfera deliberativa superior, de planejamento e orientação dos negócios sociais, de competência do conselho de administração, seja na esfera executiva, de gestão ordinária, do dia a dia da empresa, e de sua representação, de competência dos diretores. Assim, administrar, no direito societário, importa na prática de todos os atos necessários à realização do objeto social, com finalidade lucrativa, ou seja, visando ao interesse social.

Martins (2010, p. 595) esclarece que “as obrigações que o administrador contrai em nome da sociedade ou em virtude de ato regular de gestão são de responsabilidade da pessoa jurídica, que atua através de seus administradores”. Os poderes e atribuições dos administradores “derivam da lei e do estatuto social e da autonomia da personalidade jurídica”, constituindo-se no “braço orgânico da companhia”, na lição de Freitas et. al. (2015, p. 77).

¹⁰³ “Art. 146. Apenas pessoas naturais poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração.”

¹⁰⁴ “Com base na teoria organicista, adotada na Lei das S.A., os administradores não são mandatários nem representantes da companhia, mas atuam como se fosse ela própria. Na representação há 2 (duas) vontades, a do representante e a do representado; na atuação do administrador só existe uma vontade, que é a da sociedade, a qual se manifesta pelos membros do órgão dotado de competência para tanto. (...). A companhia, enquanto pessoa jurídica, ente da razão, necessita, para atuar, da manifestação de pessoas físicas, que, como órgãos seus, possam expressar a sua vontade. Assim, o órgão de administração é portador da vontade da pessoa jurídica. A Lei das S.A. considera que os titulares do órgão, os administradores, são os representantes da companhia; trata-se, porém, de representação não voluntária, mas orgânica ou institucional.” (EIZIRIK, 2015, p. 67).

¹⁰⁵ Expressão cunhada por Pontes de Miranda (1984, p. 98-99) e que indica que a companhia se faz presente por intermédio do órgão de administração e, conseqüentemente, pelos administradores: “O órgão não representa, apresenta. A pessoa jurídica é que assina o título de crédito, ou qualquer título circulável, ou o instrumento público ou particular de contrato, ou qualquer ato jurídico, negocial ou não, posto que a mão que escreve seja a do órgão da sociedade, uma vez que o nome de quem materialmente assine integre a assinatura. A pessoa jurídica pode outorgar poderes de representação (...). O representante figura em nome do representado; o órgão não é figurante; quem figura é a pessoa jurídica: ela se vincula em seu próprio nome. Ali, o representante, com seu ato, vincula a pessoa jurídica, em cujo nome figura como representante (...).”

Por agirem como se fossem a própria companhia¹⁰⁶, e considerando que “(...) poder sem responsabilidade converte-se obviamente em arbítrio” (BULGARELLI, 1991, p. 160), a função dos administradores foi objeto de regulação na Lei das S.A. quanto aos seus deveres sociais¹⁰⁷, como notou Wald (2016, p. 24).

Na Lei das S.A., a “*Seção IV – Deveres e Responsabilidades*” do “*Capítulo XII – Conselho de Administração e Diretoria*” traz os artigos 153 a 160 que “(...) definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores”, consistindo na “(...) Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores”, como consta da Exposição de Motivos da Lei das S.A (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976).

Esse elenco de deveres trazido na Lei das S.A. consiste em padrões de comportamento esperados dos administradores, naquilo que Batalha (1997, p. 697) denominou de “parâmetros ou *standards* jurídicos”¹⁰⁸. Sobre essa opção do legislador em estabelecer padrões de comportamento aos administradores, afirma Adamek (2009, p. 113-114):

O legislador pátrio, palmilhando a mesma rota trilhada pelas mais modernas leis societárias, em vez de procurar inutilmente restringir a atuação e o poder decisório dos administradores, por meio de preceitos rígidos e específicos para cada um dos múltiplos acontecimentos da vida negocial – no que certamente teria fracassado e contribuído para gerar maiores ineficiências por meio de um sistema inflexível –, corretamente optou, *de um lado*, por preservar a liberdade de atuação dos administradores, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos (e consequentemente) indelegáveis (LSA, arts. 138, § 1º, 139 e 144), e, *de outro lado*, resolveu pautar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos, verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas com sua atuação específica em cada caso concreto (LSA, arts. 153 a 157), em clara aproximação à técnica legislativa da *common law*. Ademais, trouxe regras específicas para tratar da efetivação da responsabilidade civil dos administradores perante a companhia, os acionistas e terceiros (LSA, arts. 158 e 159, *caput* e § 7º). A responsabilidade civil, escusado dizê-lo, constitui importante elemento de regulação da conduta dos administradores, pois torna efetivos os seus vários deveres nos planos societários, interno e externo: a *responsabilidade interna* constitui critério de balanceamento dos poderes atribuídos pela lei e pelos estatutos aos administradores, assegurando que o seu exercício seja corretamente direcionado para a consecução do interesse da companhia; e a *responsabilidade externa*, voltada a sancionar os demais interesses também

¹⁰⁶ É o que se extrai de Sacramone (2014, p. 75): “O administrador integra o ente coletivo e, enquanto age dentro dos poderes que lhe foram atribuídos, age como a própria pessoa jurídica. Não há, assim, representação, mas verdadeira apresentação. O administrador não atua no interesse da companhia, mas é a própria pessoa jurídica, presente na atuação do administrador, que manifesta sua vontade social.”

¹⁰⁷ “Justamente em virtude da importância da função desempenhada pelo administrador da companhia, o legislador destinou outros dispositivos da Lei das S/A para regular seus deveres sociais.” (WALD, 2016, p. 24).

¹⁰⁸ E que, assim, “(...) indicam diretrizes genéricas a serem apreciadas pelo prudente critério do julgador.” (BATALHA, 1997, p. 697).

prestigiados pelo legislador (inclusive os interesses individuais dos acionistas) (...).

Há na Lei das S.A. “um regime firme de deveres legais” impostos aos administradores, mantida a discricionariedade necessária para a execução do objeto social e a prática de atos de gestão (FREITAS, 2015, p. 77). Reforçando sua aproximação com o sistema adotado em países da *common law*¹⁰⁹, os deveres dos administradores são reconhecidos como “deveres fiduciários” (BRASIL, 2006)¹¹⁰.

Segundo a Lei das S.A., são deveres fiduciários dos administradores: dever de diligência (artigo 153); dever de observar o interesse social (artigo 154); dever de lealdade (artigo 155); proibição de atuar em conflito de interesses (artigo 156); dever de informar (artigo 157). Para Adamek (2009, p. 167; 179) existem, ainda, os deveres de sigilo e de vigilância, desdobramentos dos deveres de lealdade e de diligência, respectivamente, e outros deveres gerais, como os deveres de relatar e prestar contas etc¹¹¹.

3.1.1 Dever de diligência do administrador

Além de ser o primeiro dos deveres do administrador expostos na Lei das S.A., para Eizirik (2015, p. 153), o dever de diligência é o “mais importante – e de difícil

¹⁰⁹ Sobre os transplantes jurídicos e a evolução do direito societário no Brasil, ver mais em PARGENDLER (2013). Na obra, inclusive, sobre os deveres fiduciários definidos pela Lei das S.A. como o comportamento esperado dos administradores, escreve a prestigiada professora: “O Direito Societário norte-americano foi certamente a fonte mais importante de inspiração para a nova Lei das S.A., a despeito de a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB) lamentar o que ela considerava uma influência inapropriada daquele direito no projeto de lei. Muitas inovações inspiradas nos EUA eram de natureza permissiva, como a admissão de ações sem valor nominal e uma gama mais ampla de títulos societários. Outros transplantes sofreram mudanças significativas no curso dos debates legislativos. A nova lei também impôs deveres fiduciários de estilo norte-americano aos administradores e acionistas controladores, mas com um ‘toque local’, a denotar uma concepção mais institucionalista da legislação brasileira. Os administradores e acionistas controladores deveriam servir aos interesses não só dos acionistas como um todo, mas também dos empregados, da comunidade e até da ‘economia nacional’.” (PARGENDLER, 2013, p. 104-105).

¹¹⁰ Neste sentido: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2005/1443. Relator: Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro, j. 21 mar 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022.

¹¹¹ Sobre os outros deveres gerais, escreve Adamek (2009, p. 183): “Os deveres gerais descritos na Lei das S/A são, todos eles, desdobramentos dos deveres-padrão de diligência (*duty of care*) e de lealdade (*duty of loyalty*), os quais, como visto, foram destacados e, em bora hora, evidenciados no texto da lei para dar-lhes maior concreção e efetividade, mas sem esgotar todos os seus possíveis desdobramentos. Outros deveres gerais, como desdobramentos daqueles deveres-padrão, são eventualmente indicados pela doutrina. Como exemplos, poderíamos citar (i) dever de relatar e prestar contas da gestão social (LSA, arts. 132, I, e 133); (ii) dever de obediência às leis e aos estatutos sociais (LSA, art. 158, I); (iii) dever de não-concorrência (LSA, art. 147, § 3º, I e II); (iv) dever de dar cumprimento às deliberações válidas da assembleia geral; e (v) dever de não cumprir decisões de outros órgãos societários ou de terceiros usurpadoras de competências privativas.”

caracterização de todos”. Importância pelo fato de ser o dever centralizador do regime de responsabilidade do administrador, como fica claro da Exposição de Motivos da Lei das S.A.¹¹² e é compartilhado pela doutrina¹¹³ de Barbosa (2020, p. 52):

O dever de diligência, em particular, por seu caráter especialmente abrangente, assume evidente centralidade no regime disciplinar dos administradores de companhias, o que lhe confere função orientadora dos demais deveres fiduciários previstos na lei societária, em especial os de lealdade, de informar, de não atuar com desvio de poder ou em conflito de interesses, de observar a finalidade das atribuições e de guardar sigilo quanto aos negócios da companhia.

A lei de 1976 não inovou em relação ao conteúdo central do dever de diligência estabelecido pelo Decreto-lei n. 2.267/40. (...).

Sua importância, assim, relaciona-se com o enquadramento do dever de diligência como um *standard* de conduta¹¹⁴ do administrador, por meio de um conceito “absolutamente aberto e complexo” (GOLDBERG, 2022, p. 217), o que o torna naturalmente de difícil interpretação e aplicação¹¹⁵. Com efeito, o artigo 153 da Lei das S.A. trata o dever de diligência como sendo o emprego, pelo administrador, do “(...) cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”, em aproximação ao conceito romano do *bonus pater familias* (ADAMEK, 2009, p. 121) (EIZIRIK et. al., 2008, p. 397-399) (CARVALHOSA, 2009, p. 274).

O uso do tradicional romanístico *bonus pater familias* para a definição do dever de diligência foi objeto de intenso debate – e críticas – na doutrina¹¹⁶, mas, como

¹¹² “As normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor – o do ‘homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios’ (§ 7º do art. 116 do Decreto-Lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos.” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976, p. 20).

¹¹³ A relevância do dever de diligência para o regime de responsabilidade do administrador de companhia também é destacada por Guerreiro (1981), por PARENTE (2005), e, no direito português, por CORDEIRO (2007).

¹¹⁴ É assim que Spinelli (2012, p. 104) se refere ao dever de diligência.

¹¹⁵ Eizirik (2015, p. 115-116) afirma que a importância do dever de diligência “reside no fato de constituir, mais que um dever, a transposição de um princípio geral de direito, que sempre acompanha a execução de qualquer obrigação, para o âmbito da gestão das companhias” e que sua “complexidade deriva da forma como foi inserido na Lei das S.A.: como um *standard*, isto é, como um padrão geral de conduta.”

¹¹⁶ Destaque para a crítica formulada por Toledo (p. 54-55): “Para demonstrar como deve agir o administrador diligente, a lei brasileira faz uso da antiga expressão, ‘homem ativo e probo’, que deve, na gestão da empresa, adotar o ‘cuidado e diligência que (...) costuma empregar na administração dos seus próprios negócios’. Assim, ao referir-se ao agente, traduziu a fórmula romana do *vir diligens ac probus*, e, ao tratar de sua atuação, igualmente foi repetitivo. Daí se infere que a lei brasileira, em boa parte moderna, nesse ponto ficou atrás, até, do Código Comercial. Este, com efeito, ao considerar o mandato mercantil, dispõe que o mandatário deve empregar ‘na sua execução a mesma diligência que qualquer comerciante ativo e probo costuma empregar na gerência de seus próprios negócios’ (Código Comercial, art. 142). Os textos, aparentemente próximos, na verdade distinguem-se

adverte Adamek (2009, p. 125), trata-se de “discussão, a nosso ver secundária”¹¹⁷. Eizirik (2015, p. 117) afasta essa classificação do dever de vigilância como *bonus pater familias* ao comparar com o que se espera do administrador de uma companhia:

Tratando-se de administrador de sociedade anônima, exige-se algo mais do que o cuidado do bom pai de família; com efeito, incumbe ao administrador atuar buscando a consecução do objeto social e visando à obtenção de lucros (artigo 2º). Assim, o bom pai de família deve procurar manter o patrimônio, já o administrador da companhia deve buscar multiplicá-lo.
A gestão do bom pai de família é caracterizada pela prudência, enquanto a atuação do administrador, voltada para a realização de lucros, envolve necessariamente a assunção de riscos.

Essa cláusula geral¹¹⁸ de diligência exige do administrador a conduta de um *businessman* (GOLDBERG, 2022, p. 224), impondo ao administrador uma “atuação competente e profissional”, que se revela, *prima facie*, com a comparação a atuação de um “administrador competente naquela situação específica, comparando, hipoteticamente, a sua atuação com a de um bom administrador de empresas.” (EIZIRIK, 2008, p. 399; 407).

sob um aspecto de muita relevância: a Lei das Sociedades por Ações não toma como parâmetro do administrador um empresário, e sim um cidadão qualquer, que exerça ou não atividade empresarial, podendo, pois, não ter nenhuma prática de administração de empresas.”. Importante transcrever a crítica de Salomão Filho (2008, p. 14-15): “Em verdade, percebe-se que a referência ao bom pai de família pode simplesmente inviabilizar qualquer apreciação, uma vez que se considere este um padrão único, válido para todos os quadrantes do globo e para todas as épocas.”.

¹¹⁷ Isso se dá pela natureza empresarial da sociedade por ações, definida no artigo 2º, § 1º, da Lei das S.A. (“§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.”), o que atrai a necessidade de se averiguar o dever de diligência em razão da atuação profissional do administrador, em conformidade com o prescrito no artigo 966 do Código Civil (“Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.”) e no artigo 152 da Lei das S.A. (“Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”). É o que se extrai de Spinelli (2012, p. 104-105): “Para tanto, é necessário verificar, diante do caso concreto (já que se trata de um *standard* de conduta), se o administrador age como agiria qualquer outro de seus pares, em posição equivalente, comparando-se, hipoteticamente, sua atuação com a de um administrador (profissional) competente – como bem revelam a prática nacional (inclusive porque as sociedades anônimas sempre serão empresárias, nos termos da Lei 6.404/1976, art. 2º, § 1º, e do CC, art. 982, parágrafo único, sendo elementar a qualquer empresário, de acordo com o CC, art. 966, o profissionalismo, além de ser este padrão técnico aduzido pelo artigo 152 da Lei das S/A, ao estabelecer os critérios de fixação da remuneração dos administradores) (...)”. No mesmo sentido, apelando para o caráter institucional da sociedade por ações, escreve Parente (2005, p. 46): “(...) na verdade, tendo em vista o caráter institucional das sociedades anônimas, não é mais possível entender o dever inscrito no artigo 153 da Lei Societária simplesmente como o cuidado do bom pai de família.”.

¹¹⁸ Para utilizar a expressão de Barbosa (2020, p. 51): “Assim como a boa-fé objetiva do direito das obrigações, o dever de diligência é cláusula geral, cuja concretização exige que o intérprete seja remetido a modelos de comportamento e a pautas de valoração que não estão pormenorizadamente descritos no enunciado normativo para, em um segundo momento, os conformar a situações concretas. É por este motivo, aliás, que o dever de diligência não trata de uma conduta em específico, mas contempla um amplo leque de comportamentos que podem ser considerados diligentes.”.

Como tem sido adotado em legislações outras¹¹⁹, o dever de diligência, objetivamente, pode ser conceituado como sendo o comportamento padrão esperado de um homem experiente de negócios no exercício de uma específica atividade (GOLDBERG, 2022, p. 224) (PARENTE, 2005, p. 207-208), tratando-se, portanto, de uma obrigação de meio¹²⁰.

Sendo um conceito tão abrangente, a “questão tem grande relevância prática”, como advertem Salama e Braga (2017, p. 133), em interessante estudo sobre a jurisprudência do CRSFN sobre o dever de diligência do conselheiro de administração, quando apresentam diversas situações de possível enquadramento do dever de diligência para a análise e reflexão do leitor¹²¹. Considerando o recente caso *Americanas* – quando, em fato relevante, a companhia divulgou a existência de inconsistências contábeis na ordem de R\$ 20 bilhões¹²² –, pode-se questionar se houve (ou não) violação ao dever de diligência por parte de seus administradores¹²³. E a resposta não é simples, dada a necessidade de uma análise casuística, como explica Adamek (2009, p. 125):

(...) importa reconhecer que as dificuldades envolvendo o dever de diligência não decorrem do *standard* adotado pelo legislador, mas, de certo que sim, resultam da *aplicação do “standard” ao caso concreto*; mais especificamente,

¹¹⁹ Em seu trabalho sobre o dever de diligência, Parente (2005) apresenta estudo contemplando a observação do regime do dever de diligência em Portugal, Espanha, Argentina e Estados Unidos.

¹²⁰ Mencionando os deveres do administrador – onde se inclui, logicamente, o dever de diligência –, Pargendler (2015) afirma que “invariavelmente configuram obrigação de meios, não de resultados, sendo a assunção consciente de riscos inerente à atividade empresarial.”. No mesmo sentido, Eizirik et. al. (2008, p. 408) classifica o dever de diligência como “obrigação de meio e não de resultado”. Essa também é a posição de Adamek (2009, p. 132). Para melhor esclarecimento sobre obrigação de meio e sua relação com o dever de diligência (ainda que em um sistema amplo, não limitado ao direito societário), sugere-se o artigo de Martins-Costa (2020, p. 73): “Em todos esses casos, o cumprimento do dever de diligência está vinculado apenas instrumentalmente ao resultado pretendido (...); está, pois, calcado na adoção de condutas, decisões, ações, e eventualmente, omissões, para que o resultado seja atingido. Conquanto o devedor não assuma o risco do não atingimento do resultado, assume o dever de atuar diligentemente (...).” Para maiores detalhes sobre a distinção entre obrigações de meio, de resultado e de garantia, consultas Comparato (1981, p. 88-115).

¹²¹ “(...) Terá sido diligente o conselheiro que aprovou negócios da companhia cujos detalhes sórdidos desconhecia? Terá sido diligente o conselheiro que, estando em dúvida sobre uma deliberação, achou prudente simplesmente se abster de decidir? Até que ponto tem o conselheiro o dever de tomar conhecimento, de ir atrás da informação? Pode o conselheiro ser responsabilizado quando negócios imprudentes não acarretam danos à companhia? O nível de cuidado exigível é proporcional ao potencial danoso? O conselheiro pode ser responsabilizado por não ter atuado quando um diretor descumpriu reiteradamente uma obrigação própria de seu cargo de diretor? O dever de diligência do presidente de um Conselho de Administração é maior que o dos demais conselheiros? E assim por diante.” (SALAMA e BRAGA, 2017, p. 133).

¹²² Americanas S.A. Fato Relevante: 11 de janeiro de 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/7d467a28-684d-08d9-4380-62b6a10979a9?origin=1>. Acesso em: 14 jan. 2023.

¹²³ As múltiplas batalhas do caso Americanas. **Capital Aberto**: Legislação&Mercados, São Paulo, 07 fev. 2023. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/as-multiplas-batalhas-do-caso-americanas/>. Acesso em: 11 fev. 2023.

resultam da árdua tarefa de extrair, à luz das particularidades de cada caso concreto, o comportamento que se poderia razoavelmente esperar do administrador em hipóteses semelhantes. Eis o ponto no qual residem as dificuldades sentidas na aplicação do dever de diligência.

Dessa maneira, a fim de preservar a discricionariedade da tomada de decisão do administrador, o cumprimento do dever de diligência deve ser averiguado mediante a “apreciação do *iter* que leva à tomada de decisão” (SPINELLI, 2012, p. 111-112). Ou seja, é a adequação dos meios utilizados pelo administrador para a tomada de decisão que importa, de modo que a análise do dever de diligência passa pela *business judgment rule*¹²⁴ – que será abordada no item 3.2 abaixo.

Embora o dever de diligência permaneça ancorado em “padrões de comportamento amplos, flexíveis e capazes de abranger as mais diversas situações, conforme as circunstâncias do caso e especialidade do caso concreto” (QUATTRINI, 2014, p. 27), foram concebidos contornos ao dever de diligência a partir de decisões judiciais norte-americanas (EIZIRIK, 2015, p. 118-119) e que atualmente encontram-se descritos pela *American Bar Association* como recomendações ao administrador de companhia¹²⁵: (i) atender às reuniões dos órgãos de administração (diretoria e conselho de administração; (ii) preparar-se e informar-se sobre as matérias objeto de tomada de decisão, buscando assessoria técnica especializado se necessário; (iii) confiar em documentos técnicos (relatórios, balanços, pareceres, *legal opinions* etc.) elaborados pelo conselho fiscal, comitês de assessoramento, diretores e conselheiros, empregados etc., salvo quando conhecer fatos que descredibilizem esses documentos; (iv) questionar informações possivelmente incorretas e investigar potenciais problemas ou assuntos; e (v) manter uma postura de *disclosure* com os demais diretores e conselheiros (CAMARGO, 2021, p. 103-104) (EIZIRIK, 2015, p. 118-119).

¹²⁴ “Se a relação entre o dever de lealdade e a *business judgment rule* é pouco controvertida, o mesmo não ocorre em relação ao dever de diligência. Isso porque, no limite, existe considerável tensão entre permitir-se que o juiz reavalie uma decisão tomada pelos administradores, de um lado, e o propósito da *business judgment rule* de preservar o âmbito de discricionariedade daqueles na gestão da companhia, de outro.” (Pargendler, 2015). No mesmo sentido, Eizirik (2008, p. 408-409): “Como o dever de diligência não possui um conteúdo delimitado e não está codificado de maneira uniforme, foi desenvolvida, nos Estados Unidos, a partir do julgamento de ações de responsabilidade contra administradores, a chamada *business judgment rule*, para verificar se estes cumpriram o *duty of care*.”

¹²⁵ Ver *Corporate director’s guideline*, publicado pela *American Bar Association*. AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Corporate director’s guidebook**. 6. ed. Estados Unidos da América: ABA Publishing, 2011, p. 18-23.

Essas recomendações podem ser resumidas em três deveres acessórios ao dever de vigilância, que consubstanciariam uma atuação diligente por parte do administrador de companhia – e, lembrando que “não existe uma forma única de se atuar com diligência, mas um elenco de comportamentos que podem ser considerados diligentes” (EIZIRIK, 2015, p. 119): (i) o dever de qualificar-se para o cargo; (ii) o dever de informar-se; e (iii) o dever de vigiar e investigar, se necessário.

O dever de qualificar-se para o cargo significa, para Eizirik (2008, p. 402-403), que o administrador deve possuir “conhecimentos gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela companhia que administra, com capacidade para tomar decisões de maneira refletida (...)”. Obviamente que a complexidade das atuais relações empresariais, exige que o dever de se qualificar para o cargo esteja refletido na existência de um “conhecimento geral capaz de subsidiar a tomada de decisão” (GOLDBERG, 2022, p. 226), observadas as especificidades de cada objeto de atuação da companhia¹²⁶.

Quanto ao dever do administrador de se informar, este decorre da obrigação de ele buscar todas as informações “razoáveis e não excessivas” para a tomada de decisão consciente (EIZIRIK, 2008, p. 403-404). Ao analisar o caso *Smith vs. Van Gorkom*, sobre o dever de se informar, assim conclui Eizirik (2008, p. 414):

a) de acordo com o dever de diligência, os administradores podem, a princípio, confiar nas informações que lhes são fornecidas por outros administradores, empregados ou consultores. No entanto, eles não podem confiar “cega e passivamente” em tais informações a ponto de não promoverem uma razoável investigação sobre o material que lhes foi encaminhado, principalmente quando se tratar de negócios relevantes para a companhia. Eles devem ainda verificar se existem pontos dos relatórios que devem ser melhor esclarecidos por estarem incompletos, inconsistentes, duvidosos ou ambíguos.

Como afirma Goldberg (2022, p. 237), o dever de vigiar “se dá por meio do acompanhamento regular das atividades da sociedade”, não se exigindo a “supervisão

¹²⁶ A observação de que a complexa sociedade moderna pode exigir qualificações especiais dos administradores para fins de observação do dever de diligência, parece ficar clara quando se analisar o caso *Francis vs. United Jersey Bank*: “Lillian Pritchard, as a director on the Board, had a duty of care in managing business. She did not have to know every detail of day-to-day operations, but she needed to have a baseline understanding of the finances and important activities. If she did not understand the activities, then she was obligated to consult counsel for advice. Her absence from the business did not excuse her duties. The court determined that if she did intervene in the dubious financial decisions of her sons, or at least consulted an attorney or expert, it many have prevented her sons from fleecing the company. Therefore, her lack of care was a proximate cause of the damages to the company and the third parties who relied upon the company. Because of the nature of the business (holding assets of third parties), she was liable to the third parties for any damages.” (**Francis vs. United Jersey Bank**. 87 N.J. 15, 432 A.2d 814, 1981 N.J. Lexis, 1652 (N.J. July 1, 1981).

detalhada de cada um dos negócios” realizadas pela companhia (EIZIRIK, 2008, p. 407), até porque isso seria impossível.

Por seu lado, notando a existência de *red flags*, deve o administrador “promover investigação mais minuciosa a respeito da existência de eventuais problemas” que podem ser enfrentados pela companhia (EIZIRIK, 2008, p. 405). Ou seja, sempre que houver suspeita ou dúvida razoável sobre alguma informação, o administrador deve “aprofundar o exame” e “agir pela interrupção de determinada atividade [ou, ainda] (...) por um ajuste de rota que se apresente oportuno.” (GOLDBERG, 2022, p. 237).

Como ensina Goldberg (2022, p. 246), são esses os “desdobramentos [que] dão sustentação ao processo de tomada de decisão por parte dos administradores que, se forem cumpridos, representarão o adimplemento” do dever de diligência. Em complemento, Reyes (2013, p. 227-236) afirma que a diligência dos administradores “seria traduzida em seu zelo, em seu empeno, em seu cuidado com os processos decisórios em si”¹²⁷.

Além de haver correspondência entre o dever de diligência e a *business judgment rule*¹²⁸ – regra que será melhor abordada no item 3.2 –, o dever de diligência possui relação com os outros deveres fiduciários do administrador, a ponto de Barbosa (2020, p. 53) afirmar que “a análise de condutas de administradores para fins de verificação de aderência a um dado dever fiduciário (que não o de diligência) também envolve, em alguma medida, uma reflexão sobre o grau de diligência empregado.”

3.1.2 Dever de observar o interesse social

¹²⁷ REYES, Francisco. **Direito societário americano**: estudo comparativo. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

¹²⁸ Camargo (2021, p. 104) assim leciona: “Em síntese, presume-se que um administrador tenha atuado com diligência quando quatro requisitos estão presentes: (a) ocorreu uma decisão negocial (não uma omissão); (b) a decisão é desinteressada e independente; (c) o processo decisório ocorreu de forma diligente; e (d) a decisão foi tomada de boa-fé.”. Neste mesmo artigo, Camargo (2021, p. 114-115) apresenta 10 medidas práticas “que deveriam nortear e pautar o cumprimento do dever de diligência por parte dos administradores”. São eles, em resumo: “1. Escolher, corretamente, os profissionais adequados (...); 2) Manter uma coerência entre ‘discurso’ e ‘prática’ em todas as decisões da organização (...); 3) Ter um aparato tecnológico à altura dos riscos e desafios de que a organização precisa (...); 4) Manter e promover uma postura questionadora (...); 5) Dedicar tempo hábil para o exercício de sua função (...); 6) Ter muito cuidado com vieses comportamentais (...); 7) Acompanhar os efeitos das decisões tomadas (...); 8) Não temer decisões difíceis (...); 9) Buscar ajuda técnica profissional (...); 10) Buscar formalizar todas as decisões e processos (...).”

A administração da companhia consiste em atividade relativamente discricionária (CARVALHOSA, 1994, p. 37) e, tratando-se de um “direito funcional ou fiduciário” (CORDEIRO, 2007, p. 797), os poderes conferidos aos administradores representam “poderes-funções, a serem exercidos visando o interesse da companhia.” (ADAMEK, 2009, P. 143).

Em razão disso, o artigo 154 da Lei das S.A. disciplina o dever de os administradores observarem o interesse social¹²⁹, materializado nas atribuições conferidas pela lei e pelo estatuto social. É o que se extrai da lição de Adamek (2009, p. 143):

As atribuições, legais ou estatutárias, dos administradores da companhia variam, evidentemente, dependendo do órgão ao qual pertençam. Contudo, seja membro da diretoria ou do conselho de administração, o administrador deve sempre guiar a sua atuação para a consecução do *escopo-meio* da companhia – isto é, o objeto social, a atividade empresarial ou a empresa, a cuja exploração se dedique e que há de ser descrita minuciosamente no estatuto social (LSA, art. 2º, § 2º) – e do seu *escopo-fim* (ou *finalidade*), que é a obtenção e partilha de lucros entre os acionistas. Atuando em prol de qualquer um desses escopos (os quais, simultaneamente, *limitam* a liberdade de gestão do administrador e *preordenam* a sua atividade), estará agindo em prol do interesse social (= interesse comum dos sócios *uti socci*).

Portanto, conjugados os poderes-deveres de escopo-meio e de escopo-fim, o dever de observar o interesse social configura regra de natureza institucional (ADAMEK, 2009, p. 143), tendo em vista que representa o “direito da empresa acionária” (LEÃES, 1989, p. 21)¹³⁰. É um dever muito próximo ao *duty of obedience*

¹²⁹ Há extensa literatura sobre o conceito de interesse social (e as teorias que dão suporte ao seu conceito). Sugere-se, para tanto, a leitura de Salomão Filho (2011, 27-52) e de França (2014, p. 27-72), que assim o conceitua: “Pode-se concluir, assim, que o interesse da companhia (ou interesse social *strictu sensu*), na Lei 6.404, constitui um conceito típico e específico, consistente no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, abrangendo, portanto, qualquer interesse que diga respeito à causa do contrato de sociedade, seja o interesse à melhor eficiência da empresa, seja à maximização dos lucros, seja à maximização dos dividendos. Em face desse conceito, portanto, qualquer outro interesse comum ou individual dos sócios pode ser classificado como extra-social.”

¹³⁰ Sobre o assunto, escreve Leães (1989, p. 21) que a Lei das S.A. adere à “orientação do chamado ‘direito da empresa acionária’ (*Recht der Aktienunternehmung*), consagrada na Alemanha, que encara a lei do anonimato como instrumento de tutela da empresa, na medida em que a sociedade anônima é uma técnica de organização empresarial, não lhe atribuindo propriamente um interesse isolado, como na teoria da ‘empresa em si’ (*Unternehmen an sich*), mas reconhecendo, na própria empresa, uma ‘composição dos interesses das várias pessoas que dela participam’ (*Schutz des Unrnehmens in Sinne eines Ausgleichs alle beleitigten Interessen*)”.

do direito norte-americano¹³¹, mas com um componente próprio do direito nacional de atuação em benefício do bem público e da função social da empresa¹³²¹³³.

É o dever de observar o interesse social que capacita o administrador para “contrariar o interesse dos que o elegeram” (SAMPAIO LACERDA, p. 192), em conformidade com o artigo 154, § 1º, da Lei das S/A e, inclusive, como já reconheceu a CVM (BRASIL, 2006):

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. Decisões tomadas pelo Conselho de Administração que não se inspiraram no propósito de beneficiar a companhia ou os seus acionistas, mas apenas o acionista controlador, violam o art. 154 da LSA.

O administrador deve agir como órgão da companhia, não podendo se admitir decisões com o único objetivo de favorecer acionistas, controladores ou não, afirmando Eizirik (2015, p. 129) que “os poderes devem ser utilizados unicamente para a consecução dos fins sociais, não podendo deles apartar-se para proteger os interesses daqueles que o elegeram.”.

¹³¹ Sobre o *duty of obedience*, escrevem Allen e Kraakman (2003, p. 239): “The first and most basic, sometimes called ‘the duty of obedience’ is that a fiduciary must act consistently with the legal documents that create her authority. Thus, if a corporation’s chapter charges its directors with certain tasks, such as holding and annual meeting on a fixed date, these directors may face liability for failing to do as they are asked, even if they act in good faith.”

¹³² É o que destaca Pargendler (2013, p. 104-105), ao tratar sobre os transplantes jurídicos na evolução do direito societário no Brasil e sua seletividade e adaptação à política nacional: “A nova lei também impôs deveres fiduciários de estilo norte-americano aos administradores e acionistas controladores, mas com um ‘toque local’, a denotar uma concepção mais institucionalista da legislação brasileira. Os administradores e acionistas controladores deveriam servir aos interesses não só dos acionistas como um todo, mas também dos empregados, da comunidade e até da ‘economia nacional’.”

¹³³ Novamente, aqui, não se pretende estabelecer uma longa digressão sobre o que seria a função social da empresa. Para isso, remete-se a Comparato (1995, p. 3-26) e LAMY FILHO (p. 59-60): “A satisfação desses deveres e responsabilidades há que traduzir-se na busca atenta e permanente da conciliação do interesse empresarial com o interesse público; no atendimento aos reclamos da economia nacional, como um todo, na identificação da ação empresarial com as reivindicações comunitárias – numa palavra, na observância de uma ética empresarial, que, afinal, é o que distingue o aventureiro do empresário. Mas ainda, o dever social da empresa é, também, um compromisso permanente com a reumanização da economia – como, aliás, vem sendo proposto e executado em várias partes do mundo. Citem-se, a título de ilustração, alguns exemplos: a instituição das comissões de fábricas, já vigentes nos países nórdicos, com poderes para deliberarem sobre condições do trabalho, higiene e segurança, luta contra a monotonia de certas tarefas, etc.; a instituição dos comitês de empresa, componente para as discussões de interesse geral, salários, planos de desenvolvimento, dispensas, etc.; a co-gestão ou co-decisão – integrando os trabalhadores nos Conselhos das empresas (modelo alemão); a participação nos lucros direta ou indiretamente; a participação na propriedade e no contrato de empresa (projeto sueco); a obrigatoriedade da realização anual de um ‘balanço social da empresa’ (...) para quantificar (ou tentar fazê-lo) o desenvolvimento de programas de caráter social, de aperfeiçoamento de recursos humanos, assistência social, etc.”. Pode-se dizer, assim, que já na Lei das S.A. havia a preocupação com o *ESG - Environmental, Social and Governance*.

Nem mesmo o acordo de acionistas – que vincula os administradores, nos termos do artigo 118, §§ 8º, 9º, 10 e 11 da Lei das S.A.¹³⁴ – pode servir de escudo para o administrador rejeitar o interesse da companhia como finalidade de sua decisão (ARAGÃO, 2002, p. 378). Sobre o assunto, leciona Adamek (2009, p. 146):

Desse modo, ainda hoje, os acordos de acionistas não podem usurpar, direta ou indiretamente, competência privativa e tampouco impor ao administrador a prática de ato que seja lesivo ao interesse social e pelo qual possa vir a ser responsabilizado (LSA, art. 158, I e II), notadamente porque, para tais atos o administrador não encontrará hábil escusa ao seu dever de indenizar no mero pretexto de estar cumprindo as disposições de acordo de acionistas. Assiste ao conselheiro indicado por acionistas vinculados por acordos de votos o poder-dever de resistir ao cumprimento de atos lesivos ou que contravenham os deveres próprios das funções de seu cargo.

Dentro do dever de observar o interesse social, o artigo 154 da Lei das S.A. traz um rol específico de vedações impostas aos administradores: (i) proibição de praticar atos de liberalidade à custa da companhia; (ii) proibição de, sem autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou usar bens, serviços ou crédito de sociedade em tenha interesse ou de terceiros em proveito próprio; e (iii) proibição de receber de terceiros qualquer espécie de vantagem pessoal em razão do cargo de administração ocupado, salvo se expressamente autorizado pelo estatuto social ou pela assembleia geral¹³⁵.

3.1.3 Dever de lealdade

Inspirada no sistema jurídico anglo-saxão (EIZIRIK, 2015, p. 135-136), a Lei das S.A. disciplinou aos administradores o dever de lealdade¹³⁶, traduzido no

¹³⁴ Sobre o assunto, escreve Soledade (2019, p. 306): “Nosso foco neste artigo será a análise dos §§ 8º, 9º, 10 e 11, do art. 118 da Lei 6.404/76 incluídos pela Lei 10.303/2001, no que se refere à vinculação dos administradores aos acordos de acionistas; ou mais exatamente, às instruções emanadas de reuniões prévias que servirem de guia para os votos de administradores – primordialmente conselheiros de administração – nas deliberações dos órgãos colegiados.”

¹³⁵ Adamek (2009, p. 148-153) oferece uma maior digressão sobre o rol específico de vedações impostos aos administradores por força do artigo 154, § 2º, da Lei das S.A.

¹³⁶ Trata-se, no direito norte-americano, do *duty of loyalty*, assim definido por Allen e Kraakman (2003, p. 239): “The duty of loyalty (...) requires that corporate fiduciaries exercise their authority in a good-faith attempt to advance corporate purposes.”. Sobre o dever de lealdade no direito norte-americano, Eirizik (2015, p. 135) afirma que esse dever expõe-se em duas situações: “(i) a utilização de oportunidade comercial da companhia; e (ii) em operações nas quais o administrador tem interesses conflitantes com os da companhia.”.

*standard*¹³⁷ de servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre seus negócios (artigo 155, *caput*). Os parágrafos e incisos do artigo 155 da Lei das S.A., por sua vez, trazem um rol exemplificativo¹³⁸ de condutas desleais – e, portanto, vedadas aos administradores de companhia.

Embora a Lei das S.A. proponha a adoção de padrão geral de conduta e a exemplificação de posturas negativas (ou seja, aquilo que o administrador não pode fazer), é importante buscar definir o que seja dever de lealdade. Toledo (1999, p. 58) resume o dever de lealdade em uma frase: “Deve servir à companhia, e não servir-se dela.”. A fim de estressar o conceito, Spinelli (2012, p. 102) assinala que o dever de lealdade enquadra-se no compromisso do administrador com a preservação dos bens da companhia – definindo bens como sendo informações:

O dever de lealdade, portanto, enquadrar-se-ia na ideia de respeito para com os bens da companhia. Caso o administrador (diretamente ou por interposta pessoa) utilize as informações sociais para obter vantagem pessoal, estará quebrando seu dever (ainda que não cause prejuízo à sociedade, já que o dano é apenas elemento essencial para a verificação da responsabilidade civil, não sendo fator principal para a determinação do *standard* de conduta – como estabelece o art. 155, I, da Lei 6.404/1976).

Assim, os administradores, pela posição que ocupam, têm acesso a informações que ninguém possui naquele dado instante e com aquela dada clareza. Todavia, tais informações são da sociedade, e é em benefício dela (ou seja, no interesse dela) que devem ser utilizadas, sendo vedado ao administrador usufruir delas objetivando ganho pessoal. (...)

Pode-se assim, na esteira do que defende Salomão Neto (1996, p. 106), dizer que é o dever de lealdade que distingue a relação jurídica entre administradores e companhia e o que fundamenta a natureza fiduciária dessa relação¹³⁹.

Os incisos do artigo 155 da Lei das S.A. trazem as vedações expressas à conduta concreta do administrador, consistentes em “hipóteses de usurpação ou negligência no aproveitamento de oportunidade da companhia” (ADAMEK, 2009, p. 154-155). Dessa maneira, é vedado ao administrador (i) aproveitar, para si ou terceiro,

¹³⁷ Para Kraakman et. al. (2018, p. 309), é comum a imposição de *standards* abrigados sob a expressão dever de lealdade nos sistemas jurídicos de países desenvolvidos, que buscam “controlar os conflitos entre partes relacionadas e limitar o risco de desvio de bens ou informações”.

¹³⁸ Neste sentido: Eizirik (2015, p. 135); Quattrini (2014, p. 85-86); Silva (2013, p. 48-49).

¹³⁹ É o que também afirma Carvalhosa (2009, p. 292; 295) sobre o dever de lealdade: “(...) baseia-se o ‘*standard of loyalty*’ no caráter fiduciário da atividade dos administradores. (...) Na *common law* entende-se que o poder assumido pelo administrador baseia-se não apenas na lei e no estatuto, ainda, fundar-se nos princípios gerais aplicáveis a todas as pessoas que se encontrem numa posição fiduciária (*fiduciary position*).”.

as oportunidades de negócio da companhia¹⁴⁰, (ii) omitir-se na proteção de direitos da companhia e deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse para a companhia¹⁴¹, e (iii) compra e revenda de bens do interesse da companhia¹⁴².

Como informa Spinelli (2012, p. 103), o “elemento comum em qualquer dos comportamentos coibidos pelo dever de lealdade” é a “utilização de informações da companhia em benefício pessoal do administrador” – ou de um terceiro a ele vinculado.

No entanto, são os parágrafos do artigo 155 da Lei das S.A. que trazem “a modalidade mais relevante de infração ao dever de lealdade no caso da companhia aberta”: o *insider trading*¹⁴³ (EIZIRIK, 2015, p. 139).

Müssnich (2017, p. 35-60) dispõe que se caracteriza o *insider trading* a existência de uma informação privilegiada¹⁴⁴, a qual o administrador teve acesso e a

¹⁴⁰ Eizirik (2015, p. 136) assim afirma sobre essa vedação: “Como os administradores constituem órgãos da companhia, as oportunidades comerciais que lhes são apresentadas, no desempenho de suas atividades, a ela pertencem. Caso utilizem determina oportunidade ao invés de oferecê-la à companhia, estará caracterizada a usurpação da oportunidade, típica modalidade de infração ao dever de lealdade.”. Na sequência, Eizirik (2015, p. 136-137) indica que nem todas as situações de aproveitamento de oportunidades de negócio constituem violação ao dever de lealdade. O caso *Guth et. al. vs. Loft Inc.* oferece as circunstâncias pelos quais não haverá violação ao dever de diligência no caso de aproveitamento pelo administrador de uma oportunidade de negócio da companhia: “It is true that when a business opportunity comes to a corporate officer or director in his individual capacity rather than in his official capacity, and the opportunity is one which, because of the nature of the enterprise, is not essential to his corporation, and is one in which it has no interest or expectancy, the officer or director is entitled to treat the opportunity as his own, and the corporation has no interest in it, if, of course, the officer or director has not wrongfully embarked the [5 A.2d 511] corporation's resources therein.” (*Guth et. al. vs. Loft Inc.* 5 A.2d 503, 23 Del. Ch. 255 (Delaware. 1939). Disponível em: <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4308>. Acesso em: 17 fev. 2023).

¹⁴¹ Sobre a omissão na proteção de direitos da companhia ou no aproveitamento de negócios, Batalha (1997, p. 704-705) leciona que é indispensável que “essas oportunidades de negócios de interesse da companhia sejam evidentes, claras, incontroversas, não meramente aleatórias, discutíveis ou temerárias. Não se pode censurar o administrador cauteloso, que assume atitudes ditas ‘conservadoras’, evitando iniciativas que sejam de risco.”

¹⁴² “Também constitui infração ao dever de lealdade a aquisição, pelo administrador, de bens ou direitos para revendê-los, com lucro, à companhia. Basta que o administrador tenha lucro na operação para caracterizar o ilícito. Se o administrador teve lucro na operação, a companhia pagou mais do que teria pago caso os bens ou direitos lhe tivessem sido ofertados originalmente.” (EIZIRIK, 2015, p. 139).

¹⁴³ Sobre *insider trading*, recomenda-se a obra de Müssnich (2017). Para Müssnich (2017, p. 24), foi a Lei das S.A. que deu “tratamento mais consistente” na regulação do *insider trading*, ao colocá-lo como uma violação ao dever de lealdade inscrito no artigo 155.

¹⁴⁴ A definição de informação privilegiada pode ser extraída da conjugação dos adjetivos relevante e sigilosa (MÜSSNICH, 2017, p. 36). A informação relevante está descrita no § 4º do artigo 155 da Lei das S.A.: “§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidas pela companhia.”. Sobre o conceito de informação relevante, assinala Müssnich (2017, p. 36): “São as informações capazes de produzir efeitos significativos sobre as negociações de títulos, quando avaliadas por um investidor médio.”. Por outro lado, a informação sigilosa é aquela “informação ainda não divulgada para conhecimento do mercado. (...) O caráter sigiloso não é intrínseco à informação: ele se justifica apenas enquanto necessário à realização de negócios societários. Trata-se, portanto, de característica transitória, impondo-se o sigilo apenas no período de tempo que antecede a ampla divulgação da informação ao mercado, tornando-se ilícito o segredo mantido por tempo superior ao estritamente necessário.” (MÜSSNICH, 2017, p. 38-39).

utilizou para auferir vantagem para si ou terceiro a ele vinculado. A fim de não se configurar o *insider* trading, Eizirik et. al. (2008, p. 437) registra que a obrigação do administrador de companhia é não negociar com os valores mobiliários da companhia enquanto a informação não houver sua divulgação ao público.

3.1.4 Proibição de atuar em conflito de interesses

Como afirma Adamek (2009, p. 159-160), a Lei das S.A., em seu artigo 156, “não traz explícito a conformação do dever correlato (dever de não agir em conflito de interesses”, tendo se limitado a “caracterizá-lo de forma negativa, explicitando a proibição”. Eizirik (2015, p. 149-150) afirma que o conflito de interesses se estabelece quando a “ocorrer a satisfação do interesse individual mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice-versa.”.

Sobre o conceito da proibição de atuar em conflito de interesses, escreve Cunha (2007, p. 290):

Em resumo, nosso diploma veda ao administrador participar de qualquer operação em que tenha interesse conflitante com o da companhia, bem como da deliberação que a respeito tomarem os outros administradores. Impõe, ainda, ao administrador comunicar aos demais colegas o impedimento decorrente daquele conflito, sua natureza e extensão. O § 1º afirma a noção de contratação justa com a companhia (*arm's lenght transaction*) e o § 2º reafirma a validade do negócio firmado por infração ao parágrafo anterior.

Embora a Lei das S.A. não proíba o administrador de contratar com a companhia, esta deve se dar em condições razoáveis e equitativas, em consonância com o que seria por ele contratado no mercado, e observadas as formalidades do § 2º da Lei das S.A. (ADAMEK, 2009, p. 162-163). A relação entre administrador e companhia é de natureza fiduciária, de tal modo que os interesses do fiduciante (companhia) deverão ser tratados com prioridade em relação aos deveres do fiduciário (administrador)¹⁴⁵. A atuação em conflito de interesses do administrador reflete na violação ao dever de lealdade, como defende Spinelli (2012, p. 137):

¹⁴⁵ Sobre a natureza fiduciária entre administrador e companhia e a proibição de atuar em conflito de interesses, extrai-se de Clark (1985, p. 141): “Directors, officers, and, in some situations, controlling shareholders owe their corporations, and sometimes other shareholders and investors, a fiduciary duty of loyalty. This duty prohibits the fiduciaries from taking advantage on their beneficiaries by means of fraudulent or unfair transactions. They may not abuse the beneficiaries in situations in which they have a conflict of interest. In some contexts, they may act improperly simply by maintaining a state of affairs in which they have a conflict of interest. Most importantly, this general fiduciary duty of loyalty is a residual concept that can include factual situations that no one has foreseen

Contudo, o que vem a ser *conflito de interesses* (...) na administração das companhias? É, para nós, um conflito de interesses intersubjetivo, abarcado pelo *duty of loyalty*, que ocorre quando da tomada de uma decisão de gestão, a qual é influenciada por ter o administrador interesse pessoal contraposto ao da sociedade. Em outras palavras, há confronto de interesses (...) na administração da sociedade anônima quando o gestor, de posse de informações do ente coletivo, utiliza de sua posição, e tendo interesse particular que influencia de modo determinante algum ato decisório (de competência individual dele ou colegiada – mas do qual ele participa), acaba por auferir vantagem (...) em detrimento da companhia.

Há o conflito de interesses quando o administrador possuir um interesse pessoal relevante contraposto ao interesse patrimonial da companhia em determinada decisão de que participe o administrador. Observa-se, na proibição de atuar em conflito de interesses, a preocupação da Lei das S.A. em mitigar um dos problemas de agência que afligem a companhia¹⁴⁶.

Como ensina Barreto (2009, p. 165) é “a noção de interesse conflitante a tornar problemática a interpretação do art. 156”, havendo grande divergência na doutrina se o conflito de interesses é de natureza formal ou substancial (ADAMEK, 2009, p. 163-164) (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 113). Para Carvalhosa e Kuyven (2016)¹⁴⁷ e para Salomão Filho (2011)¹⁴⁸ o conflito de interesses descrito no artigo 156

and categorized. The general duty permits, and in fact has let to, a continuous evolution in corporate law. At the same time, the courts and legislatures have developed more specific rules, or particular fiduciary duties, to deal with many recurring situations involving a conflict of interest.”

¹⁴⁶ Os problemas de agência serão objeto do item 4.5 deste trabalho. Por ora, fica apenas a lição de Mackaay e Rousseau (2015, p. 556): “A separação funcional interna da sociedade cria uma relação de agência. Os administradores são delegatários dos acionistas e exercem, a tal título, poderes decisórios relacionados à condução dos negócios da sociedade. Embora isso se explique pela necessidade de especialização de funções, a relação de agência tem um risco moral. Esse risco decorre da divergência de interesses gerada pelas diferenças entre o patrimônio dos administradores e o dos acionistas.”. Também sobre o assunto, afirma Silva (2013, p. 49-50): “Cabe salientar que a Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 156, também disciplinou o conflito de interesses existente entre os acionistas e os seus administradores, não sendo proibido a este realizar negócios com companhia, desde que tais negócios sejam celebrados em condições razoáveis e equitativas.”.

¹⁴⁷ “O conflito formal de representação não pressupõe dano ou ilicitude. Mesmo que o negócio venha a ser altamente vantajoso para a companhia, o impedimento subsiste. Trata-se de impedimento que objetivamente leva em conta a finalidade da representação orgânica da sociedade. No exercício dessa função, o administrador é a própria corporificação da companhia. Não há dualidade de pessoas entre o administrador representante e a companhia representada. Aquele exprime a vontade desta. A completa identidade entre o administrador e a companhia, no que tange a vontade social, torna o impedimento absoluto.” (CARVALHOSA e KUYVEN, 2016, p. 861).

¹⁴⁸ “Na primeira hipótese de conflito, que de ora em diante denominar-se potencial ou formal, não é, portanto, necessário sequer indagar de lesão ao interesse social ou à sociedade. Exatamente como nos casos da gestão ou administração de negócios de terceiros em geral haverá conflito formal toda vez que *a priori* o agente tiver interesse direto no negócio ou ato. Como interesse direto deve-se entender toda aquela hipótese em que o gestor for direta contraparte ou de qualquer forma tiver interesse maior na contraparte da sociedade. Outra característica necessária do conflito de interesse como princípio geral é que se aplica apenas aos gestores (administradores e controladores) e não àqueles que não se têm esse mesmo poder. (...) Basta centrar atenções sobre o termo benefício particular contido na mesma terceira hipótese e consequentemente sobre o princípio geral de conflito (e não sobre a definição de interesse social) para entender que se trata de hipótese de conflito formal e não material. Os dois

da Lei das S.A. é de natureza formal; enquanto para Eizrik et. al. (2008)¹⁴⁹, Adamek (2009)¹⁵⁰, Spinelli (2012)¹⁵¹, Cunha (2007)¹⁵² e Barreto (2009)¹⁵³ o critério substancial deve ser utilizado para aferição do conflito de interesses entre administrador e companhia. Como dito, a recepção do conceito substancial de conflito de interesses baseia-se na noção de “interesse conflitante”, como adverte Adamek (2009, p. 165-166):

O “interesse conflitante”, portanto, não resulta do simples fato de o administrador ter interesse próprio no negócio, mas apenas despondará se, concretamente, para além de ter interesse próprio, o administrador sacrificar o interesse da companhia para satisfazer ao seu próprio.

(...)

Dessa forma, o que acarreta a sanção legal é o *conflito substancial de interesses* – contratar com a companhia em condições desrazoáveis ou iníquas, inferiores às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

critérios acima especificados (maior interesse particular que social e poder efetivo de gestão) estão presentes.” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 110-111; 114).

¹⁴⁹ “O que a Lei buscou impedir foi a atuação do administrador contrária ao interesse social. (...) Em outras situações, reguladas pela norma geral do artigo 156, o legislador admite que seja realizado um exame *a posteriori* da atuação do administrador, não impondo uma abstenção absoluta ou uma proibição, mas sancionando com anulabilidade o caso em que a intervenção do administrador contraria o interesse social. A intervenção do administrador nestes casos não é ilícita em si; a ilicitude nasce da constatação de que sua atuação não atende os interesses sociais. A análise substancial das situações genéricas de conflito de interesses é a que melhor se adequa ao sistema da Lei nº 6.404/1976 e a que melhor assegura a consecução dos interesses sociais.” (EIZIRIK, 2008, p. 448-449).

¹⁵⁰ “Entre nós, o conflito, se existente, será sempre substancial (isto é, efetivo), dependente da prova do prejuízo. Note-se que a Lei das S/A não proclama a invalidade do ato pelo só fato de o administrador haver deixado de ressaltar o seu interesse no ato ou de ter tomado parte da deliberação societária; pelo contrário, a invalidade somente resultará, se ficar provado o prejuízo concreto da companhia, isto é, se se provar que o ato foi realizado em condições não-equitativas.” (ADAMEK, 2009, p. 165-166).

¹⁵¹ Com efeito, mais que nunca, depende da prova do prejuízo a caracterização do conflito de interesses. E a própria Lei das S/A não proclama a invalidade do ato pelo simples fato de o administrador ter deixado de ressaltar seu interesse ou ter participado da deliberação – apenas de existir quem conteste isso. Como vimos, o art. 156, § 2º, prevê a anulação do ato de gestão somente se ficar provado o prejuízo concreto da companhia (ou seja, que a operação não foi feita em condições razoáveis e equitativas). Portanto, não é a infração do procedimento previsto no dispositivo que acarreta a invalidade do ato, mas, sim, o não atendimento do disposto em seu § 1º. Desta maneira, é lógica a conclusão de que o que ocasiona a sanção legal é o conflito substancial de interesses, não podendo ocorrer a anulação da decisão administrativa se inexistir qualquer prejuízo (ou, pelo contrário, se for útil e vantajosa) para a sociedade (já que a anulação seria totalmente justificada (...))” (SPINELLI, 2012, p. 256-257).

¹⁵² “A interpretação sistemática do texto legal leva, portanto, a se afastar a hipótese de conflito formal para se adotar, apenas, o conceito de conflito material. Assim, tendo o voto sido exercido pelo administrador em sintonia com o interesse social (e, portanto, sem prejuízo à companhia), não haveria racionalidade em determinar sua anulação. A análise é essencialmente fática e deve ser feita, *a posteriori*.” (CUNHA, 2007, p. 292).

¹⁵³ “Na realidade, a opção pelo critério material de aferição do conflito entre administradores e companhia decorre naturalmente do art. 156, que determina ao próprio administrador a abstenção de nele incorrer. Da leitura do dispositivo – repita-se mais uma vez – percebe-se ser o interesse da companhia o bem efetivamente tutelado pela Lei neste particular. Significa isto dizer que mais importante para a Lei das S.A. é o benefício da companhia do que o prejuízo do seu administrador, de modo que também aqui assume relevo a norma do art. 156, § 1º. Ao invés de impedir pura e simplesmente o negócio e com ele a perspectiva de eventual lucro do administrador, mas também a possibilidade de benefício à companhia, preferiu a Lei autorizar a celebração do contrato entre administrador e companhia, desde que a valor de mercado.” (BARRETO, p. 218-219)

Embora com algumas variações ao longo dos anos, a CVM havia firmado entendimento que a análise do conflito de interesses se daria pelo aspecto formal¹⁵⁴. No entanto, no ano de 2022, a CVM alterou seu entendimento para indicar que a aferição do conflito de interesses deve se dar pela técnica substancial, sob o argumento de que “o mero fato de o administrador contratar com a Companhia não representa um conflito de interesses” (BRASIL, 2022). E isso porque no conflito de interesses “o administrador possui interesse contraposto ao da companhia e privilegia o seu próprio interesse”, situação que dependeria da prova “de que o voto do administrador privilegiou seus interesses pessoais sobre os da Companhia.” (BRASIL, 2022).

3.1.5 Dever de informar

O dever de informar descrito no artigo 157 da Lei das S.A. “disciplina diversas informações que devem ser divulgadas pelos administradores da companhia aberta” (MOTA, 2015, p. 73). Eizirik (2015, p. 160) expõe os objetivos do dever de informar:

Os objetivos da norma são: (i) permitir o conhecimento dos valores mobiliários de propriedade dos administradores; (ii) facilitar o combate ao *insider trading*; e (iii) obrigar a divulgação dos fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia. Corresponde, tal dever, ao direito subjetivo dos acionistas e dos investidores do mercado de serem informados, constituindo instrumento indispensável à fiscalização da gestão dos negócios da companhia.

¹⁵⁴ No TA/RJ2001/4977, a CVM entendeu pelo critério formal de conflito de interesses, tendo entendido a Relatora Diretora Norma Janssen Parente que a Lei das S.A. “emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade.” (BRASIL, 2001). Posteriormente, no TA-RJ2002/1153, a Relatora Diretora Norma Jonssen Parente foi vencida, tendo prevalecido o voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro que, revendo sua posição sobre a matéria em relação ao seu voto no TA/RJ2001/4977, decidiu pela utilização do critério substancial de conflito de interesses: “Não se deve partir da premissa de que o acionista não votou de boa-fé, devendo o conflito ser apurado *a posteriori*” (BRASIL, 2002). Em ambos os casos acima citados, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos ofereceu substancial voto defendendo a adoção da análise substancial do conflito de interesses: “Como já é sabido e público desde o julgamento daquele inquérito administrativo, o meu posicionamento é na linha de que o conflito de interesses deve necessariamente constituir um conflito substancial, estridente, colidente; um interesse inconciliável, para que a regra do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 seja aplicada, como exposto de maneira mais sistemática e organizada no meu voto no Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2001/4977.” (BRASIL, 2002). Nos dois casos acima citados, a CVM analisou o conflito de interesses entre acionista controlador e companhia, tendo examinado o tema do conflito de interesses dos administradores com a companhia no processo RJ2004/5494, quando decidiu que os critérios de aferição do conflito de interesses são diferentes no caso de se tratar de administrador de companhia: o conflito entre acionistas e companhia deve ser aferido pelo critério substancial (por maioria) e para aferição do conflito de interesses entre administrador e companhia se utiliza o critério formal (BRASIL, 2004). Posteriormente, em 2010, no julgamento do Processo Administrativo RJ2009/13179, a CVM voltou a entender que o conflito entre acionista e companhia teria como aferição o critério formal (BRASIL, 2010), entendimento que foi reafirmado no julgamento do PAS nº RJ2013/6635 (BRASIL, 2015).

O cumprimento do dever de informar, para Adamek (2009, p. 172), se dá por duas diferentes formas: (i) “por meio da *prestação de informações aos acionistas*”; e (ii) “por intermédio da *divulgação de fatos relevantes aos investidores* do mercado de capitais”¹⁵⁵. Como informa Quattrini (2014, p. 114), a comunicação de fato relevante é o mais importante componente do dever de informar, sendo tratado por Eizirik (2015, p. 163) como “o principal instrumento de proteção aos investidores do mercado de valores mobiliários”.

Embora exista a obrigação do *disclosure*, se a informação a ser divulgada ser capaz de colocar em risco interesse legítimo da companhia, o administrador deve recusar a divulgação. Como ensina Adamek (2009, p. 178), o administrador de companhia deve realizar o “balanceamento de valores” a fim de decidir se a decisão deve (ou não) ser divulgada.

É importante registrar, com base em Vasconcellos, Gontijo e Muniz (2020, p. 289) que as Instruções da CVM sobre a matéria trataram de delegar ao diretor de relações com investidores da companhia a responsabilidade por eventual falha informacional¹⁵⁶. Embora os outros administradores possam também ser responsabilizados (tendo em vista que se trata de descumprimento de um dos deveres do administrador), essa responsabilização se daria de forma subsidiária, tendo em vista que o regime de responsabilidade se efetiva em face do “diretor de relações com investidores, a quem, por definição regulatória, compete a responsabilidade por prestar informações ao mercado.” (Gontijo e Muniz, 2020, p. 390)

3.2 O *BUSINESS JUDGMENT RULE* COMO REGRA PARA ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR

Para Eizirik (2015, p. 189), o princípio da *business judgement rule* está positivado no § 6º do artigo 159 da Lei das S.A., quando dispõe que “O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que

¹⁵⁵ Para aprofundamento do estudo sobre o dever de divulgar fato relevante na companhia aberta, sugere-se a leitura de Mota (2015).

¹⁵⁶ Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022.

este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Essa também é a posição de Pargendler (2015)¹⁵⁷:

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 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”.

Originada a partir de uma série de decisões judiciais por cortes norte-americanas, a *business judgment rule*¹⁵⁸ é um método para evitar a responsabilização do administrador por decisões negociais por ele tomadas em nome da companhia¹⁵⁹. Ou seja, é uma “forma de limitação da responsabilidade dos administradores” (VERGUEIRO, 2015), da mesma forma que o seguro D&O e o contrato de indenidade também o são.

Sobre a *business judgment rule*, Allen e Kraakman (2003, p. 248) afirmam:

Long before legislatures acted to protect director and officers from liability arising from breach of the duty of care, courts fashioned their own protection. Over roughly 150 years, US courts have envolved the so-called business judgment rule. (...) The core idea, however, is universal: Courts should not second-guess goodfaith decisions made by independent and disinterested directors.

É possível, por meio da aplicação da *business judgement rule*, afastar a responsabilização do administrador caso presentes os elementos da boa-fé subjetiva e visando o interesse da companhia. Como ensina Eizirik (2015, p. 190), nessas condições, as decisões negociais dos administradores “não podem ser revistas pelos

¹⁵⁷ É importante registrar que há quem pense o contrário – entendendo que o artigo 159, § 6º, da Lei das S.A. não representa uma espécie de *business judgement rule* brasileira. É o exemplo de Goldberg (2022, p. 286): “Não há que se falar, portanto, na recepção do instituto por meio de apenas um dispositivo isolado, tal e qual não é possível interpretar a responsabilidade do administrador baseando-se apenas em um dispositivo legal. (...) É preciso analisar o sistema de responsabilidade do administrador por inteiro e, sopesando os seus pressupostos, designadamente aqueles previstos nos incisos I e II do art. 158 da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 e aqueles imanentes à *business judgement rule*, então aplicá-la.”.

¹⁵⁸ Para maiores detalhes sobre a *business judgment rule*, recomenda-se a leitura de Vergueiro (2015) e Pargendler (2015).

¹⁵⁹ Sobre a característica da *business judgment rule* de ser um mecanismo de limitação de responsabilidade do administrador, GREENHOW (1999) afirma que “The business judgment rule will protect those directors who make business judgments in good faith and for a proper purpose, have acted on an informed basis without material personal interest and who have a rational belief that the decision is in the best interests of the corporation. If one of these requirements is not met, the rule will not provide any assistance.”

tribunais, nem os sujeitam à responsabilização, ainda que se revelem posteriormente inadequadas ou mal sucedidas”.

Não se trata, no entanto, de um cheque em branco conferido ao administrador de companhia. Na linha do que defende Pargendler (2015), a interpretação do artigo 159, § 6º, da Lei das S.A. deve se dar de forma restritiva por ser “norma de caráter excepcional”. E mais, embora reafirme a natureza tropical da *business judgment rule* prevista no artigo 159, § 6º, da Lei das S.A., Pargendler (2015) apresenta alguns motivos pelos quais não se pode confundir a *business judgment rule* brasileira com a norte-americana:

Se o fundamento teleológico é semelhante, é certo que a técnica jurídica empregada no art. 159, § 6.º, não se confunde com a da *business judgment rule* norte-americana, por diversas razões:

(a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial;

(b) a regra do art. 159, § 6.º, confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários;

(c) a literalidade do art. 159, § 6.º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e (d) o art. 159, § 6.º, faz referência genérica a “administradores”, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (officers).

As distinções acima apontadas não impedem, contudo, que se vislumbre no art. 159, § 6.º, o reconhecimento de uma *business judgment rule* devidamente tropicalizada. O espírito da doutrina norte-americana veio incorporado mediante técnica legislativa já familiar ao sistema jurídico brasileiro.

A *business judgment rule* oferece a manutenção dos deveres aos administrador, mas lhe confere uma certa discricionariedade na tomada de decisão negocial. E isso se mostra importante, na medida em que como afirma Pargendler (2015), os deveres do administrador de companhia significam uma obrigação de meio – e não de resultados.

3.3 OUTRAS FONTES DE RESPONSABILIDADE

Além de poder ser responsabilizado pelo descumprimento de seus deveres fiduciários, o administrador pode ser chamado a responder, em conjunto, com a

companhia, para o cumprimento de obrigações tributárias, trabalhistas e ambientais. Além disso, pode, o administrador, ser levado a responder por ilícitos praticados durante a gestão da companhia por meio de processo administrativo sancionador.

3.3.1 Responsabilização por dívidas tributárias

Regra geral, por força do artigo 121 do CTN, a obrigação tributária é atribuída ao contribuinte (pessoas físicas ou jurídicas diretamente vinculadas ao fato gerador da obrigação principal) ou às pessoas que, apesar de não serem os contribuintes do tributo, são designadas por lei como responsáveis por seu recolhimento. Denomina-se, esse mecanismo, de responsabilidade tributária e sua finalidade é facilitar a cobrança de tributos, como explica Salama (2014, p. 120-121):

A responsabilidade tributária foi um dos mecanismos estatuídos pelo CTN para facilitar a cobrança de tributos e desencorajar a fraude. No direito tributário, o termo *responsabilidade* tem um sentido específico, distinto daquele atribuído na teoria geral das obrigações. A responsabilidade tributária é a submissão de pessoa outra que não o contribuinte ao direito do Estado de exigir a prestação da obrigação tributária. Ou seja, para o direito tributário a prestação da obrigação tributária pode ser exigida ora do contribuinte, ora do responsável.

A responsabilidade tributária pode, no entanto, ser redirecionada para terceiros que tenham agido com excesso de poderes ou infração à lei, ao contrato ou ao estatuto social, em conformidade com o que prevê o artigo 135 do CTN. Como afirma Salama (2014, p. 129), a “flexibilização da responsabilidade societária em matéria tributária relaciona-se diretamente à interpretação do art. 135 do CTN.”

O Superior Tribunal de Justiça fixou tese no Recurso Especial nº 1.101.728/SP¹⁶⁰, julgado sob a sistemática de recurso repetitivo, no sentido de que a imputação de responsabilidade ao administrador se dê nas estritas hipóteses do artigo

¹⁶⁰ “TRIBUTÁRIO. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO FISCAL. TRIBUTO DECLARADO PELO CONTRIBUINTE. CONSTITUIÇÃO DO CRÉDITO TRIBUTÁRIO. PROCEDIMENTO ADMINISTRATIVO. DISPENSA. RESPONSABILIDADE DO SÓCIO. TRIBUTO NÃO PAGO PELA SOCIEDADE. (...) 2. É igualmente pacífica a jurisprudência do STJ no sentido de que a simples falta de pagamento do tributo não configura, por si só, nem em tese, circunstância que acarreta a responsabilidade subsidiária do sócio, prevista no art. 135 do CTN. É indispensável, para tanto, que tenha agido com excesso de poderes ou infração à lei, ao contrato social ou ao estatuto da empresa (EResp 374.139/RS, 1ª Seção, DJ de 28.02.2005). 3. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, parcialmente provido. Acórdão sujeito ao regime do art. 543-C do CPC e da Resolução STJ 08/08.” (BRASIL, 2019).

135 do CTN, isto é, apenas quando verificadas evidências de abuso de poder ou infração da lei ou dos atos constitutivos (contrato e estatuto social).

Entretanto, considerando que os planejamentos e reestruturações tributárias estão – na maioria das vezes – relacionadas a interpretações controvertidas da legislação tributária, há uma tendência das autoridades fiscais em estender a responsabilidade tributária ao administrador da companhia.

3.3.2 Responsabilização por dívidas trabalhistas

A desconsideração da personalidade jurídica tem provocado intenso debate na doutrina e jurisprudência em torno dos seus limites, condições e propósitos, especialmente na seara trabalhista em que esse instituto “passou a refletir simplesmente o princípio de que alguém deve pagar a conta de empresa inadimplente” (SALAMA, 2015, p. 330).

Na Justiça do Trabalho, a causa mais comum de responsabilização pessoal dos administradores ocorre quando a sociedade não possui patrimônio suficiente para efetuar o pagamento dos seus débitos trabalhistas, de modo que a desconsideração da personalidade jurídica é aplicada utilizando-se os mais diversos motivos – mesmo que não estejam, propriamente, regulados em lei.

Consagrou-se, na Justiça do Trabalho, uma espécie de responsabilidade objetiva¹⁶¹ dos administradores de sociedades que não possuem bens livres suficientes para quitação de dívidas trabalhistas. Deste modo, na ausência de indicação de bens para penhora e garantia do juízo trabalhista, presume-se o estado de insolvência da sociedade executada e, por consequência, a execução avança sobre o patrimônio particular de sócios e administradores (DINIZ, 2003), muitas vezes com fundamento no artigo 28 do CDC¹⁶².

A título de exemplo, o Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região, em diferentes Turmas de julgamento, decidiu como motivos para a desconsideração da personalidade jurídica e a responsabilização pessoal do administrador da companhia

¹⁶¹ É o que já afirmou Pereira (2001, p. 96): “A responsabilidade indireta do empregador (...) percorre uma curva de cento e oitenta graus, partindo da concorrência da culpa, caracterizada pela culpa *in elegendo* ou *in vigilando*; passando pela presunção da culpa do preponente, e marchando para a responsabilidade objetiva, que, de *iure condemnado*, será a meta próxima com a aplicação da teoria do risco.”

¹⁶² “Na Justiça do Trabalho, a desconsideração da personalidade jurídica da ré não exige a comprovação de má administração, abuso ou desvio de finalidade, bastando a constatação de insuficiência do patrimônio empresarial e inadimplência do crédito trabalhista. Aplicase a previsão do art. 28, § 5º do CDC.” (BRASIL, 2015).

(i) o não pagamento dos débitos trabalhistas – que configuraria um ato ilícito, por representar má-gestão¹⁶³ –; e (ii) o fato de o administrador ter se beneficiado da força de trabalho do empregado, quando houve coincidência entre o período de gestão e o de duração do contrato de trabalho¹⁶⁴.

Inúmeros os casos em que administradores de companhias (e, às vezes, ex-administradores) são surpreendidos com o bloqueio de valores em suas contas-correntes, via Bacen-Jud, por conta de débitos trabalhistas de empresas insolventes ou inadimplentes, especialmente na primeira instância e independentemente de qualquer prova ou indício da prática de ato ilícito por parte do administrador (SALAMA, 2015, p. 345-346).

Ainda que existam medidas processuais para reverter as decisões que determinam o referido bloqueio de valores, a liberação dos valores bloqueados pode não ser imediata¹⁶⁵ e, em algumas oportunidades, negada diante do não cabimento de tais medidas¹⁶⁶.

¹⁶³ “Assim, considerando que o crédito exequendo decorre de ato ilícito, qual seja, o não pagamento de verbas salariais e rescisórias, afigura-se a responsabilidade ilimitada de todos os administradores da sociedade. Inexistindo bens livres e desembaraçados da sociedade demandada, há que se orientar a execução para os bens dos sócios/administradores.” (BRASIL, 2015).

¹⁶⁴ (i) “2.1. A 1ª executada (...), embora devidamente intimada (...), não pagou o débito trabalhista e também não indicou bens passíveis de penhora. Ademais, as solicitações de bloqueio em contas bancárias da empresa devedora não surtiram efeito (...). Logo, é plenamente justificável a desconsideração da personalidade jurídica (‘disregard of legal entity’; CC, art. 50; CDC, art. 28, §5º), com responsabilização solidária e ilimitada dos sócios, incluindo-os no polo passivo da execução. 2.2. Tudo sem prejuízo do prosseguimento da execução em face da empresa, a fim de que o crédito do trabalhador seja pago por quem se aproveitou de sua força de trabalho. Chegando o feito à fase de execução e não apresentando a empresa bens suficientes à satisfação da dívida, os bens dos sócios ficam ao alcance da atividade expropriatória, no preciso sentido do art. 790, II, do CPC. A penhora de bens do sócio é útil à execução, isto é, o de expropriar bens do devedor para satisfazer o direito do credor. 2.4. A conduta culposa que configura a má gestão foi evidenciada pelo inadimplemento dos débitos trabalhistas. O agravante não comprovou que a 1ª executada esteja em processo de recuperação judicial. Ante a desconsideração da personalidade jurídica, os diretores e administradores respondem pessoalmente pelos créditos devidos (art. 158 da Lei 6.404/763).” (BRASIL, 2017); e (ii) “(...) não se pode negar que o Agravante se beneficiou do labor do Reclamante, considerando-se a duração do contrato de trabalho, a data de ajuizamento da ação, o tempo de permanência do Agravado no quadro da sociedade, bem como a natureza das verbas objeto da condenação (férias vencidas, horas extras e diferenças de FGTS – fls. 58/59). Por estas assertivas, há que se reconhecer a responsabilidade do Agravante. (...)” (BRASIL, 2014).

¹⁶⁵ Em alguns casos, embora com o bloqueio de valores na primeira instância trabalhista, o Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região e o Tribunal Superior do Trabalho entenderam que a responsabilização pessoal de administradores somente poderia ocorrer quando houve a prova da ocorrência de ato ilícito, conforme os seguintes julgados: (i) BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0000020-28.2016.5.02.0461. Relatora: Desembargadora Mércia Tomazinho. São Paulo, 1º de agosto de 2017; e (ii) BRASIL, Tribunal Superior do Trabalho. ARR nº 0139200-06.2011.5.15.0107. 6ª Turma. Relator: Ministro Aloysio Corrêa da Veiga, 30 de agosto de 2017.

¹⁶⁶ Na Justiça do Trabalho, a hipótese de cabimento do recurso de revista em processo em fase de execução é limitada à hipótese de ofensa direta e literal de norma da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (artigo 896, § 2º, da CLT).

3.3.3 Responsabilização por ilícitos ambientais

Nos termos do artigo 225, § 3º, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, a conduta considerada lesiva ao meio ambiente pode sujeitar o infrator¹⁶⁷, pessoa física ou jurídica, à responsabilização civil, administrativa e penal, todas podendo ser cumuladas. Neste sentido, Fiorillo (2017, p. 102-):

O art. 225, § 3º, da Constituição Federal previu a *tríplice responsabilidade do poluidor* (tanto pessoa física como jurídica) do meio ambiente: a sanção penal, por conta da chamada responsabilidade penal (ou responsabilidade criminal), a sanção administrativa, em decorrência da denominada responsabilidade administrativa, e a sanção que, didaticamente poderíamos denominar civil, em razão da responsabilidade vinculada à obrigação de reparar danos causados ao meio ambiente.

Num primeiro ponto de análise, temos que os ilícitos civil, administrativo e penal encontram-se absorvidos num mesmo conceito: a antijuridicidade. Inexiste uma distinção embrionária; todos os tipos estão relacionados como uma reação do ordenação jurídico contra a antijuridicidade praticada.

(...)

“Isso porque, havendo um processo judicial como meio próprio de apuração da antijuridicidade para fins de aplicação da sanção, em que há o exercício do direito constitucional de ação e todas as demais garantias constitucionais para atuar em juízo, mediante prestação jurisdicional, sob o império da coisa julgada, estaremos diante de uma sanção civil ou penal. A civil visa, regra geral, a uma limitação patrimonial, enquanto a penal normalmente importa numa limitação da liberdade (privação ou restrição), perda de bens, multa, prestação social alternativa ou suspensão/interdição de direitos.

(...)

O art. 225, § 3º, da Constituição Federal, ao preceituar que as condutas e atividades lesivas ao meio ambiente sujeitarão seus infratores, pessoas físicas ou jurídicas, a infrações penais e administrativas, independente da obrigação de reparar os danos causados, consagrou a *regra da cumulatividade das sanções*, até mesmo porque, como visto, as sanções penais, civis e administrativas, além de protegerem objetos distintos, estão sujeitas a regimes jurídicos diversos.

No que diz respeito à responsabilidade civil por danos ao meio ambiente, o artigo 14, § 1º, da Lei nº 6.938/1981 define que se trata de responsabilidade objetiva. Basta, assim, que se verifique o nexo de causalidade entre o dano ambiental e a

¹⁶⁷ Sobre a causa da responsabilidade ambiental, interessante é a reflexão de DERANI (1997, p. 158): “O princípio do poluidor-pagador (Verursacherprinzip) visa à internalização dos custos relativos externos de deterioração ambiental. Tal traria como consequência um maior cuidado em relação ao potencial poluidor da produção, na busca de uma satisfatória qualidade do meio ambiente. Pela aplicação deste princípio, impõe-se ao ‘sujeito econômico’ (produtor, consumidor, transportador), que nesta relação pode causar um problema ambiental, arcar com os custos da diminuição ou afastamento do dano.”

atividade exercida pelo poluidor e estará configurada a obrigação de recuperar o meio ambiente e/ou indenizar pelos danos ambientais ocorridos¹⁶⁸.

Como já dito no item 2.2.3.3 acima, em matéria de responsabilização civil ambiental, a desconsideração da personalidade jurídica ocorrerá “sempre que sua personalidade for obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados à qualidade do meio ambiente” (artigo 4º da Lei nº 9.605/1998).

O artigo 3º, inciso IV, e o artigo 14, § 1º, da Lei nº 6.938/1981, combinados, definem o conceito de poluidor direto e indireto, trazendo a solidariedade na responsabilização por dano ao meio ambiente. Dessa forma, a obrigação de recuperar ou indenizar o dano ambiental poderá ser cobrada, em sua integralidade, de qualquer agente que tenha, direta ou indiretamente, contribuído para ocorrência do dano, independentemente do seu grau de participação no resultado danoso.

Sobre a responsabilidade administrativa ambiental, existem controvérsias quanto à natureza de sua responsabilidade – se objetiva ou subjetiva. Entretanto, no que diz respeito aos administradores, a responsabilidade tende a ser reconhecida como subjetiva, dependendo, assim, da comprovação de culpa ou dolo.

Por fim, a responsabilidade penal ambiental é personalíssima e depende da comprovação de culpa e dolo, sendo que o artigo 2º da Lei nº 9.605/1998 define a concorrência do administrador de companhia quando, “sabendo da conduta criminosa de outrem, deixar de impedir a sua prática, quando podia agir para evitá-la”.

3.3.4 Responsabilização em processo administrativo sancionador

Além da edição de normas regulamentadoras, a CVM¹⁶⁹ possui “amplo poder regulamentar e, além disso, poderes de fiscalização da conduta dos agentes de mercado e de sanção de tais agentes” (TRINDADE, 2017, p. 482). A imposição dessas

¹⁶⁸ Antunes (2010, p. 213) afirma que a reparação do dano ambiental deve ser a mais ampla possível: “O responsável pelo dano tem o dever de repará-lo o mais amplamente possível. Reparar o dano significa a busca de um determinado valor que se possa ter como ‘equivalente’ ao dano causado por aquele que praticou o ato ilícito.”

¹⁶⁹ A CVM é autarquia criada pela Lei nº 6.385/1976, que – em conjunto com a Lei das S.A. – teve o objetivo de “criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira (MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Brasília, Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2019). Sobre a criação da CVM, interessante é a análise de Pargendler (2013, p. 105): “O empréstimo jurídico provavelmente mais significativo foi a criação de uma agência nacional de supervisão do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), inspirada na *Securities and Exchange Commission (SEC)*. A CVM, no entanto, pelo menos ao início, não possuía a independência e a capacidade punitiva da SEC.”.

sanções se dá por meio de processo administrativo sancionador, assim definido por Pugliese e Najjar (2015, p. 265-266):

Os processos administrativos sancionadores buscam caracterizar a existência de uma infração administrativa e identificar o agente violador da norma. Apurada a ocorrência de uma infração administrativa e identificado o autor da violação, pode a autoridade administrativa aplicar a penalidade prevista na norma.

Há uma “tripla finalidade” no processo administrativo sancionador levado a cabo pela CVM, quais sejam a finalidade “repressora da conduta indevida, de estímulo ao cumprimento de normas e de equilíbrio nas relações dos participantes do mercado” (TRINDADE, 2017, p. 496). É por meio do processo administrativo sancionador que a CVM “manifesta o poder punitivo do Estado no âmbito do mercado de capitais.” (TERPINS, 2015, p. 547).

Parente (2016, p. 661-720) oferece uma exposição bastante detalhada do rito ordinário do processo administrativo sancionador – que merece destaque, embora não seja o objeto de trabalho.

Segundo Parente (2016, p. 660-662), o processo administrativo sancionador pode tramitar pelo rito sumário – quando a apuração da infração administrativa não necessitar de dilação probatória, dada sua natureza objetiva¹⁷⁰ – ou pelo rito ordinário. Para fins desta dissertação, limita-se a exposição das consequências a que estão expostos os acusados em processo administrativo sancionador, o que é feito no artigo

¹⁷⁰ Parente (2016, p. 661) sugere como exemplos de infração administrativa representativas de processo administrativo sancionador de rito sumário: “(...) a não observância de prazos para envio de documentos prescritos em lei; a publicação intempestiva das demonstrações financeiras pelos administradores de companhia aberta; e a falta de elaboração pelo agente fiduciário de relatórios destinados aos debenturistas.”. Alerta, Parente (2016, p. 660), que as infrações administrativas decorrentes da ausência de divulgação de fato relevante ou de entrega de divulgação de ato ou fato relevante, e a não entrega de documentos necessários para que o acionista possa exercer seu direito de voto em assembleias-gerais não estão submetidas ao rito sumário, diante da gravidade de tais infrações.

11 da Lei nº 6.385/1976¹⁷¹: (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação temporária; (iv) suspensão; e (v) proibição temporária¹⁷².

Continua Parente (2016, 672) indicando que, embora parte da doutrina entenda que não é possível a cumulação de penalidades no processo sancionador da CVM, a fim de se evitar o *bis in idem*, mas que o Superior Tribunal de Justiça já se decidiu pela possibilidade de cumulação das “sanções de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador”¹⁷³.

¹⁷¹ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III - (revogado); IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

¹⁷² É o que afirma Pereira (2018, p. 177): “Já o art. 11 da Lei 6.385/76 arrola as medidas de que o ente regulador pode lançar mão no exercício de sua atividade sancionadora, como advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos e suspensão e cassação da autorização para o exercício de atividades e operações.”

¹⁷³ “RECURSO ESPECIAL. REVISÃO. FATOS. SÚMULA 07/STJ. PROPORCIONALIDADE. ARTIGO 11, § 1º, DA LEI N.º 6.385/76. TRINTA POR CENTO DO VALOR DA OPERAÇÃO IRREGULAR. POSSIBILIDADE. PROPORCIONALIDADE. MULTA. INTERDIÇÃO TEMPORÁRIA DO EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE ADMINISTRADOR. CUMULATIVIDADE. CABIMENTO. PROIBIÇÃO DA PROTEÇÃO DEFICIENTE AOS BENS JURÍDICOS. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA E TELEOLÓGICA. CABIMENTO. PODER DE POLÍCIA. DISCRICIONARIEDADE. 1. Os recorrentes realizaram operação de mútuo com "holdings" familiares, na época em que ocupavam concomitantemente as funções de administradores e sócios controladores da pessoa jurídica, contudo, na contabilidade da empresa, fizeram registrar esta operação como se fosse "saldo a receber de clientes", ao invés de a lançarem como mútuo, razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários aplicou-lhes as sanções de multa e de inabilitação para o exercício do cargo de administrador, pelo prazo de dez anos, com base nos artigos 117 e 153, da Lei n.º 6.404/1976, e 11 da Lei n.º 6.385/76. (...) 7. Os recorrentes também sustentam ter ocorrido *bis in idem*, pois a Comissão de Valores Mobiliários aplicou as sanções de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador, cumulativamente, em vista da mesma conduta ilícita, imputada aos agentes econômicos. 8. As penalidades de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador foram impostas de maneira simultânea, justamente porque as infrações foram praticadas quando os recorrentes ocupavam, cumulativamente, funções diversas no âmbito da sociedade: como administradores e sócios-controladores. (...) 12. Seria completamente desproporcional aplicar somente a pena de multa, mantendo-se os agentes na direção da empresa, quando estes agiram ilicitamente na gestão dos recursos da sociedade. Por outro lado, a pura interdição temporária do exercício da atividade de administrador também mostrar-se-ia desproporcional, já que, isoladamente, não seria suficiente para repreender e emendar agentes econômicos que, às custas da regularidade do mercado de valores mobiliários, praticaram ilícitos visando ao seu locupletamento. Deste modo, crucial a medida de cunho patrimonial, como reprimenda adequada para o intento de lucro desmedido. 13. Para o cumprimento das atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, não se mostra razoável limitar o uso das sanções disponíveis ao poder de polícia dessa autarquia, quando a lei assim não fez. O silêncio do art. 11 da Lei n.º 6.385/76, quanto à possibilidade de aplicação cumulativa de sanções, antes de representar espécie de "silêncio eloquente", a impedir tal espécie de apenação, deve ser interpretado como técnica legislativa, voltada justamente a assegurar o exercício efetivo das funções técnicas da CVM, diante de ilícitos de jaez tão complexo e aprimorado, devido às peculiaridades do mercado em destaque. 14. Ciente dos desafios que o exercício do poder de polícia impõe à Administração Pública, no referente à interpretação dos fatos e à escolha dos meios mais adequados para restringir e condicionar a liberdade dos cidadãos, com vistas ao interesse público, a doutrina brasileira tende a atribuir-lhe o caráter discricionário, máxime quando a lei não detalha a forma como tal prerrogativa pública deverá ser desempenhada, o que ocorre no caso dos autos. 15. Recurso especial em parte

Além da responsabilização ao pagamento de multa – ou de inabilitação, suspensão ou proibição temporária para o exercício suas atividades – o administrador de companhia parte em processo administrativo sancionador tem sob si a atenção da mídia e dos demais agentes do mercado¹⁷⁴. É o que afirma Trindade (2017, p. 482) quando escreve que “Além de sua relevância legal, a atividade sancionadora da CVM atrai grande atenção da mídia e dos agentes de mercado, especialmente em momentos de crise ou de eventos de insolvência (...)”.

conhecido e, nesta parte, não provido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.130.103/RJ, Segunda Turma. Relator: Min. Castro Meira. Brasília, 19 de agosto de 2010. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp>. Acesso em: 11 jul. 2022)

¹⁷⁴ Apenas a título de exemplo: (i) “CVM processa diretor de relações com investidores da JBS”, notícia publicada na Revista Exame Invest; (DURÃO, Mariana. CVM processa diretor de relações com investidores da JBS. **Exame Invest**, São Paulo, out. 2017. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/cvm-processa-diretor-de-relacoes-com-investidores-da-jbs/>. Acesso em: 08 fev. 2023.) (ii) “CVM multa conselheiro da Usiminas por divulgar informações sigilosas, conforme informado no caderno E-Investidor do Estadão” (CVM Multa conselheiro da Usiminas por divulgar informações sigilosas. **Estadão**: E-Investidor, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 1-2, ago. 2020. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas-noticias/cvm-multa-conselheiro-da-usiminas-em-r-100-mil-por-divulgar-informacoes-sigilosas/>. Acesso em: 08 fev. 2023); e (iii) “CVM abre processo administrativo contra ex-executivos da Cielo (CIEL3), como publicado pela casa de análise independente Suno. (JACINTHO, João Vitor. CVM abre processo administrativo contra ex-executivos da Cielo (CIEL3). Suno Notícias, São Paulo, out. 2022. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/cielo-ciel3-cvm-investigacao-whatsapp-pay/>. Acesso em: 09 fev. 2023).

4 REGIME JURÍDICO DO CONTRATO DE INDENIDADE

4.1 DEFINIÇÕES GERAIS DO CONTRATO DE INDENIDADE

4.1.1 Conceito

Para Boyer (2014, p. 2), o contrato de indenidade é uma das três formas de proteção patrimonial ao administrador de companhia e que garante o pagamento ou reembolso de custas e despesas judiciais em razão de processos movidos em face do administrador, bem como possibilita a cobertura dos danos imputados ao administrador:

A second way that a corporation can protect its directors is through corporate indemnification plans (CIPs). CIPs give directors a certain protection against a third-party lawsuit. CIPs are mandatory in the sense that corporations are legally responsible to indemnify directors for court costs that result from a third-party lawsuit if the directors are found innocent of the allegations made against them. CIPs may also be available to the directors even if they are found guilty if, for example, the prejudice was caused in the best interest of the corporation. If that is the case, a director could be indemnified for court expenses and damages. Given that LLPs are frequently part of the corporate charger and CIPs are mandatory, it is not clear why directors would need D&O insurance on top of it all. LLPs limit the amount a director may be responsible for, and CIPs pay for damages to third parties.

Trata-se de contrato fruto de importação ao sistema jurídico brasileiro¹⁷⁵ e que não pertence aos tipos codificados (ROPPO, 2009, p. 133) (TRAVASSOS, 2020), de modo que as partes possuem liberdade em negociar e pactuar as condições e cláusulas que determinarão o compromisso de indenizar (CASQUET, 2018), o que permite, em tese, sua extensão para demandas não cobertas pelo seguro D&O¹⁷⁶.

Travassos (2020, p. 109) assim conceitua contrato de indenidade:

Celebrados entre as companhias e seus administradores, os contratos de indenidade constituem um importante instrumento de atração e retenção de profissionais qualificados. Tais contratos têm por escopo regular a obrigação

¹⁷⁵ Ainda que esteja falando da carta de conforto bancária, o instituto comentado por ALVES (2011, p. 709-710) possui a mesma natureza do contrato de indenidade, ou seja, uma garantia imprópria conferida aos administradores da companhia para oferecer conforto de que poderão praticar os atos de gestão sem que isso represente, no futuro, uma ameaça ao seu patrimônio pessoal. Segundo o autor, trata-se de instituto de origem norte-americana.

¹⁷⁶ A título de exemplo, extrai-se de YOKOI (2013) que o Conselho de Administração da Oi adotou contrato de indenidade sob o nome de “política de reposição de perdas”, cuja deliberação ocorreu há exatas duas semanas da data em que foi aprovada a fusão com a Portugal Telecom, e determina coberturas normalmente não previstas em contrato de seguro D&O.

da companhia com relação ao pagamento, reembolso ou adiantamento de recursos para fazer frente a despesas decorrentes de processos judiciais, administrativos ou arbitrais nos quais o administrador esteja envolvido em decorrência da sua atuação no exercício regular de suas atribuições ou poderes.

Em um parecer envolvendo consulta formulada por entidade fechada de previdência complementar sobre a indenidade conferida a administradores, Loria (2020, p. 127) assim conceituou contrato de indenidade:

Cláusulas ou contratos de indenidade são aqueles por meio dos quais a parte se compromete a garantir o pagamento, reembolso ou adiantamento de recursos para fazer frente a determinadas despesas relacionadas a processos arbitrais, judiciais ou administrativos que envolvam atos praticados por seus administradores no exercício de suas atribuições ou poderes.

Portanto, o contrato de indenidade se caracteriza por ser um compromisso em que a companhia se obriga a reembolsar os seus administradores ou efetuar o pagamento direto de perdas oriundas de atos regulares de gestão (CARNEIRO, 2018).

É importante destacar que, no direito brasileiro, o instituto jurídico da indenidade não pode ser confundido com o da indenização. A indenização pressupõe um dano¹⁷⁷, enquanto a indenidade resulta em manter o beneficiado indene, ou seja, sem sofrer dano ou perda. Neste sentido, Loria (2020, p. 126) afirma que o contrato de indenidade é celebrado entre companhia e administradores para “mantê-los indenados de quaisquer perdas que pudessem vir a sofrer em decorrência do desempenho de suas atividades.”.

A despeito de a legislação brasileira em vigor não estabelecer a obrigatoriedade de adoção de mecanismos para manter indene os administradores, sua adoção tem se tornado cada vez mais comum (AMARO, 2014), especialmente considerando o atual cenário normativo e jurisprudencial de responsabilização de

¹⁷⁷ É o que se extrai do artigo 944 do Código Civil: “A indenização mede-se pela extensão do dano”. Ao tratar o conceito de *damages*, Silva e Walker (2016) afirmam que “*Damages* traduz-se para o português como indenização, e não como “danos”, tendo em vista sua definição no *Black’s Law Dictionary*, em tradução livre: “*damages* – soma pleiteada ou outorgada a alguém a título de compensação por perda ou injúria” (GARNER, 2009, p. 445). Dano, por sua vez, é somente o vocábulo no singular: “*damage* – perda ou injúria à propriedade ou pessoa” (GARNER, 2009, p. 445).”.

administradores¹⁷⁸, o que faz com que se torne uma prática para a atração e retenção de administradores.

A justificativa para a adoção do contrato de indenidade por companhias baseia-se, em especial, na sua origem. Sobre ela, Ramsay (1987) afirma que a dificuldade das companhias em contratar seguro D&O levaram a uma ampla discussão sobre as formas de atração e retenção de administradores qualificados¹⁷⁹. Nesse contexto, o contrato de indenidade surge como um instrumento de proteção contra riscos de perda financeira por atos praticados pelo administrador.

4.1.2 Estrutura

O principal aspecto estrutural do contrato de indenidade refere-se às suas partes. Travassos (2020, p. 110) afirma que “o compromisso de indenidade tem sua gênese em uma declaração de vontade bilateral entre as partes envolvidas (companhia e beneficiário) (...)”.

A contratação da indenidade se dá apenas entre o administrador e a companhia, sem a presença de um terceiro (diferentemente do que ocorre no seguro D&O, quando a seguradora é parte contratual). Em razão disso, a companhia assume os riscos financeiros incorridos pelo administrador, bem como a decisão quanto ao desembolso de valores para manter indene o administrador. É o que se extrai de Ribeiro e Fuckner (2021, p. 172-174):

O contrato de indenidade estabelece-se exclusivamente entre a companhia e seus administradores, independentemente da participação de uma entidade externa à estrutura da companhia. A retirada da atribuição da seguradora (terceira) para analisar o cabimento do benefício ao administrador e para fixar a incidência de excludentes à concessão do benefício é a nota distintiva de maior expressividade do contrato de indenidade em comparação ao seguro D&O.

Dessa forma, o contrato de indenidade, de forma geral, culmina na assunção pela própria companhia, com seu patrimônio, de despesas incorridas pelo administrador resultantes de procedimentos judiciais, arbitrais e administrativos, além de inquéritos e investigações, originados me face de atos praticados durante o exercício da função de gestão.

¹⁷⁸ O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa passou a incluir em seu Guia de Melhores Práticas para Comitês de Auditoria a recomendação para a contratação de seguro D&O e/ou contrato de indenidade, conforme item 7.6 (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019).

¹⁷⁹ “Difficulties in obtaining D&O liability insurance in the United States have precipitated widespread discussion on the need to attract and retain qualified directors and officers and have led to important amendments to the Delaware General Corporation Law that permit Delaware companies to limit or eliminate the liability of their directors for duty of care violations.” (RAMSAY, 1987, p. 130).

(...)

Sem intermediação, em síntese, a companhia submete a análise da incidência de um fato gerador da utilização do contrato de indenidade ao seu próprio Conselho de Administração. Esse órgão deverá verificar se a ocorrência notificada pelo administrador insere-se no âmbito de aplicação do mecanismo de indenidade selecionado pela companhia, se a hipótese não decorre de uma das excludentes previstas no instrumento e se o administrador cumpriu o prazo normalmente estabelecido para comunicar a companhia acerca da ciência de procedimento ou de inquérito contra si.

Tratando-se de contrato atípico, há diversidade na forma pela qual a indenidade é estipulada, podendo se dar por meio de cláusulas no estatuto social da companhia, de cláusulas em contratos diversos¹⁸⁰ ou mesmo em contrato próprio. Há situações em que a companhia disciplina a existência de indenidade em seu estatuto social, regulando as condições e procedimentos da indenidade em contrato próprio (LORIA, 2020) e (RIBEIRO e FUCKNER, 2021)¹⁸¹.

A regulação da indenidade se dá na disposição sobre a cobertura e exclusões, o procedimento para o pagamento ou reembolso de despesas e danos patrimoniais, um eventual limite máximo da garantia, a sub-rogação de ressarcimentos e o prazo de vigência.

Essa liberdade para a definição dos critérios do contrato de indenidade, com especial atenção para a listagem dos eventos cobertos e excluídos, é o que constitui sua principal vantagem em relação ao seguro D&O. Neste sentido, esclarecem Ribeiro e Fuckner (2021, p. 180-181):

O que se pode concluir da verificação dessas hipóteses é que as empresas optam, de forma variada, por incluir em seus contratos de indenidade, estatutos sociais ou políticas de indenização, ocorrências que, conforme o entendimento da própria companhia, não admitiriam a concessão da indenidade aos administradores para a defesa nos procedimentos e nem autorizariam indenização posterior.

Essa é mais uma demonstração das vantagens resultantes da existência de uma política de indenidade a cargo da própria sociedade – e não de uma seguradora. Definir quais atos devem ou não contemplar a proteção dos administradores constitui uma decisão de política interna da companhia.

¹⁸⁰ Por exemplo, no caso de diretor empregado, a indenidade poderá ser prevista no bojo de um contrato de trabalho

¹⁸¹ Sobre o assunto, escreve Loria (2020, p. 126-127): “As sociedades limitadas e anônimas passaram a celebrar com seus administradores contratos pelos quais se obrigavam a mantê-los indenizados de quaisquer perdas que pudessem vir a sofrer em decorrência do desempenho de suas atividades. Esses contratos passaram a ser conhecidos como contratos de indenidade (ou cláusulas de indenidade, porque tal estipulação pode ser feita no bojo de outros contratos, ou constar até mesmo do contrato ou estatuto social). Ao comentarem pesquisa realizada em documentos das companhias integrantes do segmento do Novo Mercado da B3, Ribeiro e Fuckner (2021, p. 175) explicam: “Ademais, a previsão desse mecanismo de indenidade apresentou-se em duas plataformas: (i) nos estatutos sociais das companhias; e (ii) em contratos de indenidade próprios, separados dos estatutos. A existência de contratos em separado não obsteu, na maioria das vezes, que houvesse também a regulação do mecanismo de indenidade no estatuto social.”.

(...)

A despeito do exposto, o destaque dado aos atos excluídos da proteção dos administradores justifica-se (...) em caso de atos praticados com má-fé, dolo, culpa grave (ou qualquer modalidade de culpa) ou fraude.

Há, a depender do estatuto, contrato ou política de indenidade, diferenciação quanto à exclusão dos atos culposos. Em alguns dos contratos de indenidade são excluídos quaisquer atos praticados mediante culpa, seja grave, leve ou levíssima. Noutros, a exclusão é somente dos atos praticados mediante culpa grave, admitindo-se que, se a conduta do administrador que causou prejuízo decorre de culpa leve ou levíssima, essa estará protegida pelo mecanismo de indenidade escolhido.

Característica própria dos contratos atípicos, a estrutura do contrato de indenidade privilegia a liberdade de contratar das partes, possibilitando que sejam adequadas as condições e critérios à realidade da companhia. Esse pode ser um dos motivos do crescimento na utilização de contratos de indenidade por companhias abertas.

4.1.3 Utilização do contrato de indenidade por companhias abertas

Antes da edição da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022, que estabeleceu um novo conteúdo para o Formulário de Referência, as companhias abertas eram obrigadas a informar no item 12.11 do Formulário de Referência a contratação de seguros D&O ou celebração de contratos de indenidade com seus administradores¹⁸².

Foram analisados os Formulários de Referência das 190 companhias abertas integrantes do segmento especial de listagem do Novo Mercado, referente ao ano de 2021, especialmente quanto ao item 12.11, e encontrados os seguintes resultados: (i) 181 companhias informaram a contratação de seguro D&O; (ii) 31 companhias informaram oferecer indenidade aos seus administradores por cláusula no estatuto social; e (iii) 26 companhias informaram a celebração de contrato de indenidade com seus administradores.

Quando comparados aos dados do levantamento realizado pela SEP em 2016¹⁸³, nota-se um crescimento na utilização dos contratos de indenidade. Utilizando a mesma métrica adotada pela SEP, ou seja, observando-se apenas as 53

¹⁸² Em conformidade com o Anexo A à Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.

¹⁸³ Para fins de responder à consulta formulada pela SMI quanto à inclusão de cláusula de indenidade no estatuto social da BM&FBovespa S.A. como complemento ao seguro D&O, a SEP realizou o levantamento das “práticas de mercado” quanto ao uso do contrato de indenidade e do seguro D&O por companhias que compunham o índice Ibovespa (BRASIL, 2016).

companhias que compunham o índice Ibovespa¹⁸⁴ na época do levantamento feito pela SEP, chega-se aos seguintes resultados:

Tabela 1 – Comparação com o levantamento feito pela SEP em 2016

	2016	2021
Seguro D&O	52	51
Contrato de Indenidade	2	18

Fonte: elaborado pelo autor

O que se verifica é a crescente utilização do contrato de indenidade por companhias abertas, representando um instrumento para atrair e reter os administradores qualificados – especialmente em um cenário de ampliação das hipóteses de responsabilização dirigida aos administradores de companhias abertas, em razão de créditos trabalhistas, tributários, ambientais etc., e ao contencioso societário envolvendo a análise dos atos de gestão praticados por esses administradores.

4.2 CONTRATO DE INDENIDADE NA VISÃO DA CVM

A regulação do contrato de indenidade pela CVM se deu apenas com a edição do Parecer de Orientação nº 38, de 25/09/2018. No entanto, antes disso, a CVM já havia se manifestado em algumas oportunidades sobre o contrato de indenidade e, a despeito das resistências em sua utilização em razão do possível conflito de interesses e da preocupação com a preservação do patrimônio da companhia¹⁸⁵, entendeu “que os contratos de indenidade constituíam instrumentos válidos e admitidos em nosso ordenamento” (TRAVASSOS, 2020, p. 112)

4.2.1 Caso Kepler Weber (PAS RJ2009/8316)

¹⁸⁴ Destaca-se que duas das companhias abertas analisadas no levantamento feito pela SEP em 2016 tiveram o seu registro cancelado.

¹⁸⁵ Neste sentido, afirmam Ribeiro e Fuckner (2021, p. 183): “Constata-se a preocupação da CVM com a preservação do patrimônio da companhia.”.

A primeira manifestação da CVM sobre contrato de indenidade se deu no julgamento do PAS RJ/2009/8316 e sua relevância se ampara no fato de ter sido reconhecida a licitude do contrato de indenidade para a proteção patrimonial do administrador de companhia e que sua motivação se encontra na contratação de profissionais qualificados.

O processo administrativo sancionador foi instaurado em face de administradores da companhia Kepler Weber S.A. com o objetivo de apurar eventual violação ao artigo 170, § 1º e 7º, da Lei das S.A. A acusação se dava em razão de deliberação para aumento de capital com valor fixado das ações superior ao previsto no Laudo de Avaliação, o que provocaria a diluição injustificada de acionistas.

Os administradores acusados manifestaram interesse na celebração de termo de compromisso sem assunção de culpa¹⁸⁶, propondo o pagamento do valor de R\$ 100 mil. A proposta de pagamento foi condicionada ao adimplemento do valor pela seguradora, em razão da existência de contrato de seguro D&O ou, então, pela companhia, dada a celebração de contrato de indenidade entre ela e os administradores.

Embora o Colegiado da CVM tenha aprovado a proposta dos administradores acusados para o termo de compromisso, foram negadas as condicionantes de pagamento. Com isso, os administradores acusados apresentaram pedido de reconsideração sob o argumento de o contrato de seguro D&O ser considerado válido pela CVM, pedindo que o contrato de indenidade fosse reconhecido como uma modalidade de seguro.

Por unanimidade, o Colegiado da CVM indeferiu o pedido de reconsideração apresentado pelos administradores acusados. Em seu voto, o Relator do pedido de reconsideração Diretor Otavio Yazbek assim argumentou (BRASIL, 2013):

5. A meu ver não há como confundir os seguros de responsabilidade com os contratos de indenidade. Ainda que sejam possíveis algumas aproximações entre as duas modalidades, sobretudo no que tange aos seus objetivos, mediatos e imediatos, há diferenças que justificam um tratamento diverso entre os institutos.

¹⁸⁶ Sobre a ausência de assunção de culpa em termo de compromisso celebrado com a CVM, afirma Parente (2016, p. 678): “O termo de compromisso na CVM foi criado pela Lei 9.457/1997, que inseriu os §§ 5º a 8º no art. 11 da Lei da CVM. Trata-se de outra forma de sanção que pode ser admitida pela CVM por iniciativa do acusado ou indiciado, desde as investigações preliminares até o julgamento do processo sancionador na CVM, a fim de que se encerre a apuração do caso quanto ao investigado ou acusado. Este deverá se comprometer a cessar as práticas sob investigação, sem precisar, no entanto, confessar os fatos nem reconhecer a ilicitude das condutas, na forma prevista na lei.”.

6. Assim, é bem verdade que, nos dois casos, se está lidando com instrumentos destinados não apenas à proteção dos administradores em determinadas situações, às quais eles estariam expostos em razão de suas atividades de gestão, mas também a atrair profissionais qualificados, em um mercado profissional cada vez mais competitivo.

7. No entanto, para a obtenção desses fins adotam-se soluções estruturalmente distintas e essas diferenças estruturais não podem ser desconsideradas. Ao contratar um seguro de responsabilidade para seus administradores, a companhia paga o prêmio do seguro a fim de obter aquela cobertura, que servirá de atrativo para as suas contratações. A apólice de seguros não apenas traz casos em que a seguradora ficará desobrigada de indenizar (em caso de atuação dolosa do administrador, por exemplo), como a análise de tais casos incumbe à seguradora.

8. Já ao optar pelo pagamento das indenizações de maneira direta, a partir dos citados contratos de indenidade, a companhia se obriga pelo valor das indenizações em si (não pelo prêmio, que é pago a priori) e, havendo hipóteses de exclusão de responsabilidade, é a sua própria administração – à qual pertence o beneficiário – que figura como "juiz". É mesmo desnecessário explorar o quão conflituosa essa situação pode se mostrar ou o tipo de estímulos que ela pode embutir.

9. E é por este motivo que voto contrariamente à possibilidade de aceitação, pela CVM, do pagamento dos valores objeto de termos de compromisso de administradores pelas companhias obrigadas em razão de contratos de indenidade. Isso independe, vale frisar, de qualquer juízo sobre a licitude de tais relações. Uma vez que a decisão de celebração de termos de compromisso é, a rigor, uma decisão de política regulatória, nela se levando em conta, antes de mais nada, estímulos e sinais de caráter pedagógico, reputo inconveniente tal celebração nessas condições. A presença de um terceiro independente, com interesses distintos daqueles dos administradores da companhia, reduz em muito a situação de conflito, o que justifica que se aceitem termos de compromisso que envolvam o pagamento por sociedades seguradoras.

10. É bem verdade que, no presente caso, os contratos de indenidade prevêm que não cabe indenização em caso de atos decorrentes "de má-fé, culpa grave, dolo ou simulação e que não constituam ato fraudulento, ilícito ou contrário ao estatuto social". E é verdade também que o termo de compromisso não implica assunção de culpa. Mas daí à situação que ora se apresenta há uma grande distância. O termo de compromisso surge para permitir ao regulador uma administração mais eficiente das atividades sancionadoras. Assim, mesmo que não se condene o jurisdicionado, se atingem fins considerados desejáveis. A não assunção de culpa pelo compromitente é ínsita a esse mecanismo e não pode ser considerada, por outro lado, uma certidão de inocência, que no caso seria liberadora da indenização pela companhia.

11. E aqui aproveito para destacar que não creio que se possa afirmar, de forma genérica, que a celebração de contratos de indenidade é, por si só, contrária ao ordenamento jurídico – embora em determinados casos ela possa ser. Parece-me evidente, porém, que a situação que ela cria é muito mais delicada do que aquela criada pelos seguros de responsabilidade, seja em razão da forma pela qual a companhia passa a responder por determinados atos; seja porque a decisão é tomada internamente; seja, ainda, por causa da estrutura de estímulos que um arranjo como este tende a embutir.

Conclui-se que, embora tenha sido indeferida a utilização do contrato de indenidade para pagamento do valor atribuído no termo de compromisso, a CVM manifestou (i) a licitude do contrato de indenidade, (ii) a justificativa de sua adoção, a

fim de que a companhia possa contratar administradores qualificados, (iii) as diferenças estruturais entre o contrato de indenidade e o seguro D&O, especialmente quanto à existência de um terceiro como intermediário na definição da cobertura.

4.2.2 Caso Banestes (PAS RJ2011/2595)

No PAS CVM nº RJ2008/2334, administradores do Banestes firmaram termo de compromisso obrigando-se ao pagamento do valor de R\$ 200 mil cada. Posteriormente, o Conselho de Administração do Banestes aprovou o ressarcimento do valor pago pelos administradores em razão do termo de compromisso celebrado.

Houve, então, a instauração de processo administrativo sancionador para apurar a prática de ato de liberalidade pelos administradores que aprovaram o ressarcimento, o exercício abusivo de voto pelos controladores da companhia e o descumprimento dos deveres de lealdade e diligência por parte dos administradores beneficiados pelo ressarcimento.

Por unanimidade, o Colegiado da CVM decidiu absolver os administradores acusados, tendo a Relatora Diretora Luciana Dias novamente destacado a relevância do contrato de indenidade para a contratação de administradores qualificados e a legitimidade do contrato de indenidade, não afrontando a ordem pública e nem rejeitando os interesses da companhia (BRASIL, 2014):

38. Essa exposição resumida de em que ponto se encontra a discussão sobre mecanismos de proteção aos administradores pretende demonstrar, de um lado, que a preocupação da SEP é pertinente. Ou seja, talvez seja indesejável que arranjos contratuais possam eximir administradores de toda e qualquer responsabilidade financeira por certos atos contrários à lei ou regulamentação da CVM. De outro, demonstra que todas as jurisdições pesquisadas permitem, de algum modo e dentro de certos limites, que os administradores sejam protegidos de riscos financeiros decorrentes de processos administrativos e judiciais em virtude do exercício de suas funções.
39. O principal objetivo de permitir que os administradores sejam protegidos é impedir que os riscos inerentes ao exercício dos cargos em companhias afastem desse mercado os bons profissionais. Em outras palavras, os mecanismos de proteção dos administradores têm como objetivo evitar uma seleção adversa nesse mercado. E eu acredito que essa é uma preocupação que a CVM deve ter – ser mais restritivo do que é necessário e razoável pode ter o famigerado resultado do remédio que mata o doente.
40. Finalmente, também tentei demonstrar que a CVM, de um lado, deu indicações claras, tanto no voto do Diretor Otavio Yazbek quanto no formulário de referência, de que alguns contratos de indenidade são legítimos e, de outro, não estabeleceu os critérios mínimos ou os limites para que tais arranjos sejam considerados ilegítimos.

41. Assim, acredito que é papel da CVM promover uma reflexão sobre quais parâmetros são desejáveis para concessão de indenização a administradores, debater esses parâmetros com o mercado, avaliar os prós e os contras de adotá-los e talvez, por meio de um parecer de orientação ou instrumento similar, esclarecer quando a CVM entende que administradores e controladores estão em descumprimento dos seus deveres fiduciários ao concederem indenizações para administradores penalizados em processos administrativos ou responsabilizados a pagar algo em processos judiciais que tenham decorrido de atos inerentes às funções que exercem na companhia.

42. Como já reiterado em diversas oportunidades pelo Colegiado, os deveres fiduciários constituem comandos abstratos que devem ser analisados e especificados diante de cada caso concreto. Assim, não é a falta de uma descrição específica da conduta que impede uma condenação neste caso. Mas, tendo em vista as indicações que a CVM já deu no sentido de que há contratos de indenidade legítimos, as práticas do mercado nacional e internacional a respeito da matéria e as restrições que outras jurisdições costumam impor aos mecanismos de proteção de administradores vis a vis as características desse caso concreto, a condenação neste caso é desafiadora. Aliás, até que parâmetros mais claros sobre em que condições indenizações, contratos de indenidade e seguros são contrários à ordem pública sejam estabelecidos, condenações em processos sancionadores como o presente serão sempre um desafio, tendo em vista os princípios jurídicos que norteiam tais processos.

43. Feita essa ressalva, acredito que, neste processo específico, uma condenação encontra vários obstáculos, dentre os quais:

i) a lei não proíbe ou limita que companhias e administradores celebrem contratos de indenidade;

ii) a possibilidade de indenização estava prevista, ainda que genericamente, em contrato específico e no estatuto da Companhia;

iii) o ato questionado no Primeiro Processo é a não divulgação de um fato relevante – o Conselho de Administração do Banestes havia constituído uma comissão para propor medidas que viabilizassem a capitalização do Banco por meio da emissão de ações; à época, a administração entendeu que a constituição desse comitê não era relevante, a SEP discordou e, por isso, nasceu o Primeiro Processo - o julgamento sobre se um fato é relevante o suficiente para afetar a decisão de investimento dos acionistas é uma atribuição típica dos administradores, completamente dentro do âmbito de competência desses profissionais; eles o fazem todos os dias diante dos mais diversos acontecimentos, sendo essa uma decisão inerente à posição que ocupam; no meu entender, portanto, o ato que gerou o Primeiro Processo é um ato típico de gestão;

iv) não existia indício de fraude, desvio de recursos ou má-fé por parte dos administradores, nem me parece que os administradores pudessem se beneficiar de qualquer maneira da não divulgação da constituição de um comitê para propor medidas de capitalização do Banco; e

v) a indenização foi expressa e especificamente aprovada pelos administradores que não faziam parte do Primeiro Processo e, mais importante, pelos acionistas em Assembleia Geral Extraordinária.

44. Dito isto, acredito que no caso sob análise, na ausência de qualquer limite claro a respeito dos arranjos de indenidade e de previsões estatutárias e contratuais que razoavelmente interpretadas imputavam ao Banestes a obrigação de fazer seus administradores indenidos por prejuízos decorrentes de atos de gestão, os administradores e os controladores do Banestes não violaram seus deveres fiduciários ou abusaram de seus poderes ao aprovarem a concessão do ressarcimento e o Aditamento ao Contrato de Indenidade.

Ainda assim, mencionando o voto do Diretor Otavio Yazbek no caso Kepler-Weber, a Relatora Diretora Luciana Dias destacou que a aprovação para celebração

e cumprimento do contrato de indenidade se dar pela administração da companhia constitui um aspecto sensível e de possível conflito de interesses¹⁸⁷.

4.2.3 Caso BM&FBovespa (Processo SEI nº 19957.004523/2016-20)

O Caso BM&FBovespa remete à proposta de alteração do estatuto social da companhia para prever, além de outras matérias, cláusula de “indenização estatutária”, a fim de prever a “inclusão do novo art. 80 prevendo a existência de indenização estatutária aplicável aos administradores e demais funcionários que exerçam cargo ou função de gestão”, tendo como motivação o alinhamento da “Companhia a práticas internacionais de mercado, atraindo e retendo administradores e funcionários qualificados.”.

A SMI manifestou-se pela autorização das alterações estatutárias sugeridas pela BM&FBovespa. No entanto, quanto à inclusão do artigo 80 ao estatuto social da BM&FBovespa, a SMI solicitou manifestação da SEP quanto “à regularidade da previsão de indenização estatutária (...), bem como sobre a oportunidade e conveniência de sua adoção (...), por trata-se de companhia aberta.” (BRASIL, 2016).

No Relatório nº 83/2016-CVM/SEP/GEA-3, a SEP afirmou que a CVM já havia se posicionado sobre contrato de indenidade nos Casos Kepler-Weber e Banestes e apresentou estudo de prática de mercado, demonstrando a existência de instrumentos de proteção patrimonial aos administradores em 52 das 53 companhias que compunham o índice Ibovespa.

Em razão disso, a SEP manifestou-se pela regularidade da alteração estatutária proposta pela BM&FBovespa, apresentando alguns balizadores para a celebração do contrato de indenidade a título de procedimentos, cobertura e despesas excluídas da cobertura:

Balizadores

¹⁸⁷ “15. Nos contratos de indenidade, a companhia se obrigaria ao pagamento dos valores despendidos pelos administradores, sendo que a deliberação sobre o cabimento ou não da indenização é aprovada pela própria administração da companhia (da qual faz parte o beneficiário da indenização). Nessas situações haveria uma clara predisposição a conflitos de interesse, isto porque, ou os administradores seriam beneficiários do ressarcimento, ou poderiam agir de forma corporativa, imaginando que é possível que no futuro eles venham a estar na mesma situação. 16. Ao contrário, nos contratos de seguro, a concessão de ressarcimento depende de um terceiro independente, com interesses distintos dos da companhia e dos administradores, e cuja vantagem advém de limitar o quanto possível o ressarcimento. Essa estrutura endereçaria de forma muito mais adequada os possíveis conflitos.” (BRASIL, 2014).

38. Primeiramente, o contrato deve ser submetido à deliberação em assembleia geral, na qual administradores que sejam também acionistas devem se abster de votar.
39. Quanto aos limites financeiros e temporais do contrato, ele próprio deve preestabelecer um valor máximo global a ser indenizado e um período de cobertura.
40. Devem ser distinguidas, de um lado, (i) despesas processuais, honorários advocatícios e outras constrições patrimoniais como bloqueio de bens pessoais; e, de outro lado, (ii) decisões definitivas condenatórias.
41. Despesas processuais e similares podem ser custeadas pela Companhia, desde que não estejam presentes hipóteses como:
- (i) o administrador confessar sua conduta ilícita;
 - (ii) houver a prática comprovada de má fé por parte do administrador;
 - (iii) o ato do administrador seja tipificado como crime; ou
 - (iv) o ato do administrador gere prejuízos à Companhia ou a terceiros, na forma do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, por meio de violação de lei, estatuto, ou ainda, se dentro de suas atribuições agir comprovadamente com dolo ou culpa grave.
42. Já os pagamentos resultantes de condenações impostas aos administradores não devem ser ressarcidos nem mesmo caso os atos que tenham causado tais pagamentos venham a ser considerados atos regulares de gestão. Tal prática configuraria ato de liberalidade em favor do administrador.
43. Adicionalmente, um compromisso de indenidade tampouco pode alcançar acordos com autoridades governamentais, regulatórias, legislativas, judiciais ou administrativas.
44. Isso porque tais acordos podem interromper a apuração de fatos ou obstar um eventual reconhecimento de que situações configuram “comprovada má-fé”, “culpa grave ou dolo” etc., situações que podem afastar definitivamente qualquer obrigação da Companhia no âmbito de tal contrato.
45. Demais acordos, em processos movidos por acionistas, por exemplo, podem ser custeados pela Companhia, desde que haja uma avaliação de que os atos dos administradores envolvidos foram atos regulares de gestão.
46. É recomendável que essa avaliação envolva a participação de um terceiro independente, cujo critério de seleção seja predefinido no contrato, desde que a manifestação deste terceiro contenha declaração de que: (i) os fatos apurados são suficientes para uma avaliação conclusiva; e (ii) não há expectativa razoável de que novos fatos sobre a questão em análise possam ser identificados.
47. A preocupação é que, por força da presunção geral de boa-fé e inocência, associada a uma apuração insuficiente dos fatos, a Companhia seja levada a custear valores que não deveria e, a rigor, nem poderia suportar.
48. No que tange a decisões que devam ser tomadas pela Companhia, não poderá evidentemente haver participação do próprio pleiteante da indenização, mas também de outros administradores que estejam envolvidos na mesma demanda que tenha dado origem ao pedido de indenização. Isso porque eventuais aprovações “cruzadas” de um administrador em favor de outro infringiriam o art. 156 da Lei 6.404/76.
49. Ademais, o referido instrumento de indenidade não deve ser utilizado em benefício dos administradores, nem mesmo no que tange a despesas processuais, honorários advocatícios etc., no contexto de ações movidas pela companhia contra estes administradores, por quebra do dever fiduciário, nos termos do art. 159 da Lei 6.404/76.

Por fim, a SMI manifestou ser favorável às alterações estatutárias sugeridas pela BM&FBovespa, inclusive quanto à inclusão de cláusula prevendo a indenidade a seus administradores e empregados de alta gestão.

4.2.4 Caso JBS (Processo SEI nº 19957.007563/2017-12)

O Caso JBS surge de pedido formulado pelo BNDES Participações S.A. – BNDESPAR requerendo a interrupção do prazo de convocação da assembleia geral extraordinária da JBS S.A., a fim de que fosse analisada a legalidade do exercício de voto dos acionistas controladores indiretos da JBS S.A.

A assembleia geral extraordinária havia sido convocada para deliberar sobre (i) medidas para defesa de direitos e interesses da companhia face aos prejuízos causados por administradores e controladores em ilícitos confessados em acordos de colaboração premiada e (ii) inclusão de cláusula no estatuto social para autorizar a celebração de contrato de indenidade entre a companhia e seus administradores, conselheiros fiscais e empregados que exerçam cargo ou função de gestão na JBS S.A. e em suas controladas.

Através do Relatório nº 86/2017-CVM/SEP/GEA-4, a SEP manifestou-se pela ausência de ilegalidade na inclusão de cláusula no estatuto social da companhia autorizando a celebração de contrato de indenidade, especialmente considerando que tal alteração estatutária atenderia ao interesse da companhia. No entanto, quanto à essa matéria, a SEP se manifestou pelo impedimento de voto pelos acionistas controladores na assembleia geral extraordinária (BRASIL, 2018):

VI.3.b. Item (v) da ordem do dia: Previsão Estatutária de Contrato de Indenidade

Entendo haver, em tese, argumentos legítimos no sentido de que a inclusão de disposição estatutária quanto a indenização a administradores quando da ocorrência de dano ou prejuízo efetivamente sofrido por força do exercício regular de suas funções na Companhia, tal como proposta pela administração, poderia atender o interesse social da Companhia. Note-se que, na mesma assembleia, haverá deliberação acerca da proposta de aumento da remuneração dos administradores.

(...)

41. No caso concreto, verifica-se que o Sr. Wesley Batista seria um beneficiário direto, uma vez que (i) é Diretor Presidente e membro do Conselho de Administração da JBS S.A. e que, (ii) nos termos do Comunicado ao Mercado divulgado pela Companhia em 18.05.17, “sete executivos da Companhia e de sua controladora, J&F Investimentos, celebraram acordo de colaboração premiada com o Ministério Público Federal, o qual foi homologado pelo Supremo Tribunal Federal. O acordo prevê o pagamento por esses executivos de uma multa no valor de R\$ 225 milhões”. Em princípio, os administradores que celebraram o referido acordo não sofrerão condenação judicial.

42. Isto posto, entendo que os acionistas que ocupam ou ocupavam cargos na administração da Companhia se encontrarão impedidos de exercer seu

direito de voto em relação à referida deliberação, por serem beneficiários diretos da inclusão de previsão estatutária de indenização, em especial mas não apenas por se tratar de cláusula genérica que permite ou não evita, a priori, o desembolso de valores indenizatórios relativos a atos de gestão anteriores à aprovação dessa modificação no estatuto social.

(...)

48. Por fim, é importante notar que o impedimento de voto, no caso concreto, não teria o condão de impedir a inclusão de cláusula indenizatória no Estatuto Social da Companhia. O que o impedimento de voto fará, na verdade, é tão somente afastar da deliberação os acionistas que seriam beneficiados ou estariam em conflito para deliberar sobre a matéria, deixando o restante dos acionistas responsáveis por escolher a melhor solução no interesse social da Companhia. Em outras palavras, os acionistas não impedidos de votar aprovarão de forma independente a alteração estatutária se entenderem que, de fato, esta tem o condão de resguardar o melhor interesse da Companhia.

49. Com efeito, a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, no presente caso, só pode ser atingido caso os acionistas interessados estejam impedidos de votar.

Acompanhando as razões da SEP expostas no Relatório nº 86/2017-CVM/SEP/GEA-4, o Colegiado da CVM decidiu por indeferir o pedido do BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, não se manifestando – todavia – sobre o conteúdo da cláusula de indenidade proposta pela JBS S.A.

4.2.5 Ofício-Circular CVM/SEP nº 02/2018

Por meio do Ofício-Circular CVM/SEP nº 02/2018¹⁸⁸, a SEP consolidou sua interpretação restritiva sobre os limites do contrato de indenidade, reiterando os balizadores apresentados no Relatório nº 83/2016-CVM/SEP/GEA-3 (Caso BM&FBovespa) e a preocupação com a indenidade para eventos passados, isto é, antes da prestação do compromisso pela Companhia da indenidade (BRASIL, 2018):

No caso da existência de prestação de compromisso de indenidade, que preveja o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes de reparação de danos causados a terceiros ou à companhia ou do pagamento de multas e acordos administrativos, o emissor deverá incluir, além da descrição das disposições do compromisso, as seguintes informações:

- a) por qual motivo a companhia preferiu a prestação de compromisso de indenidade ao invés da celebração de contrato de seguro de responsabilidade civil com cobertura similar (Processo CVM nº RJ2009/8316);

¹⁸⁸ Os Ofícios-Circulares são emitidos anualmente pela SEP e contém orientações e recomendações às companhias abertas, especialmente quanto aos procedimentos que devem ser observados no envio de informações à CVM e à orientações sobre interpretações do Colegiado e da SEP sobre a legislação e regulamentação de companhias abertas.

- b) o valor cotado de prêmio de seguro de responsabilidade civil que preveja cobertura similar ao compromisso de indenidade prestado;
- c) se a garantia oferecida pela prestação de compromisso de indenidade inclui o pagamento ou o reembolso de indenizações que os administradores forem obrigados a pagar quando responsabilizados por danos causados a terceiros em consequência de atos ilícitos dolosos ou de quaisquer atos ilícitos praticados antes da prestação do compromisso de indenidade;
- d) se a garantia oferecida pela prestação de compromisso de indenidade inclui o pagamento ou o reembolso de multas decorrentes de condenação em ação penal ou em processo administrativo ou obrigações pecuniárias previstas em acordos para encerramento de processos administrativos suportadas pelos administradores;
- e) em caso de resposta positiva a, pelo menos, um dos dois itens anteriores, por que a administração acredita que tal garantia estaria no melhor interesse da companhia;
- f) as principais cláusulas contidas no compromisso de indenidade, incluindo o limite global ou anual da cobertura garantida aos beneficiários, quando aplicável, bem como o período de cobertura estabelecido no referido compromisso; e
- g) qual o órgão da companhia é competente para determinar o pagamento ou o reembolso que os administradores fizerem jus nos termos do compromisso de indenidade e de que forma tal órgão lidará com os conflitos de interesses inerentes à decisão.

A propósito do disposto no parágrafo anterior, deve-se esclarecer que a prestação pela companhia das garantias mencionadas nos itens “c” e “d” ou de outras garantias não referidas anteriormente poderá ser considerada uma violação aos deveres fiduciários dos acionistas ou dos administradores que aprovarem o compromisso de indenidade, nos termos da legislação societária, caso não seja comprovado o benefício do compromisso para a companhia.

A preocupação da SEP com a irretroatividade da obrigação da companhia de manter indene seus administradores é tamanha a ponto de o Ofício-Circular mencionar que essa cobertura poderá representar violação ao dever de lealdade.

4.2.6 Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018

Em 25 de setembro de 2018, a CVM editou o Parecer de Orientação nº 38 para tratar exclusivamente do contrato de indenidade celebrado entre administrador e companhia aberta, fornecendo orientações para que a elaboração, aprovação e execução do contrato de indenidade seja realizada mediante o cumprimento dos deveres fiduciários prescritos pela Lei das S.A., especialmente os deveres de diligência, de observar o interesse social, de lealdade e de proibição de atuar em conflito de interesses¹⁸⁹.

¹⁸⁹ Respectivamente prescritos nos artigos 153, 154, 155 e 156 da Lei das S.A. e tratados nos itens 3.1.1, 3.1.2, 3.1.3 e 3.1.4 deste trabalho.

Sobre o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, Travassos (2020, p. 115) esclarece:

Nesse sentido, o Parecer de Orientação n. 38/2018 constitui um conjunto de recomendações relativas à adoção de regras e procedimentos que mitiguem os riscos de conflito de interesses inerentes à contratação de instrumentos de indenidade, e que confirmem o necessário equilíbrio entre, de um lado, o interesse da companhia de proteger seus administradores contra riscos financeiros decorrentes do exercício de suas funções e, de outro, o interesse de proteger seu patrimônio e de garantir que seus administradores atuem de acordo com os deveres fiduciários que lhes são atribuídos por lei, especialmente aqueles refletivos nos artigos 153 a 156 da Lei das S.A.

Observa-se que a preocupação da CVM na elaboração, aprovação e execução do contrato de indenidade se relacionou, principalmente, com o tema do conflito de interesses¹⁹⁰. Para Ribeiro e Fuckner (2021, p. 182), a CVM apenas “tangencia” o substancial impacto financeiro a que fica exposta a companhia quando da elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade.

4.2.6.1 *Destinação*

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, é destinado a tratar dos contratos de indenidade celebrados entre a companhia e seus administradores, ou seja, diretores e membros do Conselho de Administração.

Entretanto, como fica claro da nota de rodapé nº 1 do documento, é possível a celebração de contrato de indenidade com membros de comitês estatutários (a quem se aplicam os deveres e responsabilidades do administrador, nos termos do artigo 160 da Lei das S.A.), bem como com ocupantes de outros cargos e funções na companhia.

Dessa maneira, na linha das alterações estatutárias discutidas nos casos BM&FBovespa e JBS, seria possível celebrar contrato de indenidade com administradores, conselheiros fiscais, membros de comitês de assessoramento e, inclusive, empregados de alta gestão.

¹⁹⁰ É o que também entendem Ribeiro e Fuckner (2021, p. 182): “A CVM, dessa forma, editou o Parecer Normativo nº 38/2018, em setembro de 2018, o qual consignou algumas orientações às companhias a fim de evitar a ocorrência de conflito de interesse, em prejuízo dos mecanismos de governança das companhias abertas.”.

4.2.6.2 *Forma*

A CVM também se manifestou, no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, pela legalidade na companhia dispor sobre a indenidade conferida aos administradores em instrumento contratual próprio, no estatuto social, no regimento interno e, até mesmo, em política da companhia sobre o tema.

Em razão disso, parece ser possível que a celebração do contrato de indenidade se dê por meio de cláusula, no caso de diretor estatutário, no Termo de Compromisso e Garantias e, no caso de empregado, no contrato de trabalho.

No entanto, importante destacar que em seu item 4 (“Termos e Condições do Contrato”), o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, recomenda o envolvimento dos acionistas no processo decisório sobre a contratação de indenidade, exemplificando com a inclusão de alteração estatutária ou submissão dos termos e condições da minuta do contrato de indenidade à assembleia geral. Além disso, consta do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, orientação para que seja elaborado parecer pela Diretoria com análise circunstanciada dos termos e condições do contrato de indenidade, com aprovação pelo Conselho de Administração.

Há, ainda, previsão para que os contratos de indenidade, seus aditivos e outros documentos relevantes sejam remetidos para a CVM e que haja divulgação pela companhia em seus formulários de referência, no mínimo, das seguintes informações relacionadas ao contrato de indenidade celebrado (BRASIL, 2018):

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

4.2.6.3 *Cobertura e excludentes*

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, orienta que as excludentes de indenização estejam previstas no contrato de indenidade, destacando que não são passíveis de indenização as despesas decorrentes de atos praticados pelo administrador (i) fora do exercício de suas atribuições, (ii) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou (iii) em interesse próprio ou de terceiros, contrário ao interesse da companhia, onde estão incluídas as indenizações decorrentes de ação de responsabilidade (artigo 159 da Lei das S/A) e as obrigações de pagamento assumidas pelo administrador em termo de compromisso.

Considerando a decisão tomada pelo Colegiado da CVM no Caso Banestes, em que foi autorizado o ressarcimento do valor pago por administrador em razão da assinatura de termo de compromisso, a exclusão da cobertura no contrato de indenidade das obrigações de pagamento assumidas pelo administrador em termo de compromisso deve ser limitada aos casos em que o ato de gestão originador do termo de compromisso se deu (i) fora do exercício de suas atribuições, (ii) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou (iii) em interesse próprio ou de terceiros – ou seja, dentro das hipóteses de excludentes trazidas no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018.

Pode, o contrato de indenidade, prever a antecipação ou ressarcimento de despesas aos administradores beneficiários, seja a título de (i) despesas e custos de defesa, (ii) indenizações a que o administrador restou obrigado a pagar, (iii) multas, e (iv) valores pagos em acordos decorrentes de litígios judiciais ou administrativos.

Nesse caso, havendo o posterior desenquadramento do administrador das hipóteses de indenidade, deverá ser efetuada a restituição à companhia do valor recebido pelo administrador (*claw back*).

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, não trouxe a previsão de um limite de cobertura.

4.2.6.4 *Processo decisório sobre a concessão da indenidade*

Considerando a preocupação do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, em mitigar os conflitos de interesses incorridos na elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade, o processo decisório sobre a concessão de indenização deve contemplar “regras claras e objetivas”, especificando o órgão da companhia responsável pela avaliação sobre a concessão da indenidade.

Sob pena de incorrer no descumprimento do dever de proibição de atuar em conflito de interesses (artigo 156 da Lei das S.A.), o administrador beneficiário da indenidade não pode participar do processo decisório interno sobre a concessão de indenização.

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, também determina a adoção de “procedimentos adicionais” ao processo decisório quando a concessão da indenidade (i) envolver mais da metade dos administradores da companhia, (ii) representar divergência quanto ao enquadramento do ato de gestão praticado pelo administrador, ou (iii) representar exposição financeira significativa da companhia. Embora o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, indique exemplificativamente o encaminhamento da concessão da indenidade, nesses casos, para deliberação pela assembleia geral, não há óbice para a adoção de outros procedimentos, tais como a submissão ao Comitê de Auditoria ou a comitê independente e, até mesmo, o parecer de advogado especializado.

4.2.7 E se o parecer de orientação CVM nº 38, de 2018, não for observado pelas companhias abertas?

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, constitui uma “manifestação de entendimento” da CVM (TRAVASSOS, 2020, p. 115), que é assim explicada por Eizirik et. al. (2008, p. 256):

A manifestação de entendimento consiste na divulgação, por parte da CVM, de opiniões sobre possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como sobre a existência de violação de regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de auto-regulação. Fundamenta-se na possibilidade de a CVM exercer atividade consultiva, na forma prevista no artigo 13 da Lei nº 6.385/1976. Possui, portanto, cunho eminentemente interpretativo e visa a divulgar aos agentes do mercado o entendimento da Comissão sobre os assuntos de sua competência.

Parente (2016, p. 113) destaca que por meio de um Parecer de Orientação, a CVM “norteia os agentes do mercado e os investidores sobre matéria que cabe à Autarquia regular”, sendo neles publicizada “as opiniões da CVM sobre interpretação da Lei das S.A. e da Lei da CVM”. Vasconcellos e Villar (2019, p. 216) afirmam que embora não vinculativos, os Pareceres de Orientação “indicam o posicionamento da

CVM sobre temas relevantes e, assim, tendem a ser observados pelas partes interessadas.”.

Dessa maneira, embora seja um conjunto de recomendações, o descumprimento do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, na elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade provavelmente será objeto de questionamento pela CVM, tendo em vista que nele estão as diretrizes apontadas pela CVM para essa modalidade de proteção patrimonial do administrador. É o que se extrai de Travassos (2020, p. 122):

Finalmente, é importante ressaltar que, ainda que o Parecer de Orientação n. 38/2018 constitua um conjunto de recomendações relativas à adoção de regras e procedimentos que mitiguem os riscos de conflito de interesses envolvidos na celebração dos contratos de indenidade – não sendo, portanto, de observância mandatória por parte das companhias abertas –, o não atendimento às suas recomendações pode sujeitar os administradores da companhia a uma possível responsabilização por parte da CVM, além de também expor a companhia e a sua administração a interpelações de acionistas que eventualmente se sintam prejudicados.

4.2.8 Ofício-Circular CVM/SEP nº 01/2021

Além de reiterar as recomendações do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, tais como a necessidade de envio à CVM das minutas de contrato, aditivos e outros documentos relevantes para a concessão da indenidade e a divulgações de informações sobre o contrato de indenidade no Formulário de Referência, o Ofício-Circular CVM/SEP nº 01/2021 recomenda a divulgação pela companhia das seguintes informações (BRASIL, 2021):

- a) por qual motivo a administração preferiu adotar a prestação de compromisso de indenidade ao invés da celebração de contrato de seguro de responsabilidade civil com cobertura similar (Processo CVM nº RJ2009/8316)52;
- b) o valor cotado de prêmio de seguro de responsabilidade civil que preveja cobertura similar ao compromisso de indenidade proposto;
- c) se a garantia oferecida pela prestação de compromisso de indenidade inclui o pagamento ou o reembolso de indenizações que os administradores forem obrigados a pagar quando responsabilizados por danos causados a terceiros ou à companhia em consequência de atos ilícitos praticados antes da prestação do compromisso de indenidade;
- d) se a garantia oferecida pela prestação de compromisso de indenidade inclui o pagamento ou o reembolso de multas decorrentes de condenação em ação penal ou em processo administrativo ou obrigações pecuniárias previstas em acordos para encerramento de processos administrativos suportadas pelos administradores; e

e) em caso de resposta positiva a, pelo menos, um dos dois itens anteriores, por que a administração acredita que tal garantia estaria no melhor interesse da companhia.

Essas informações deverão constar “na proposta da administração à assembleia geral sempre que ela for convocada para deliberar sobre compromissos de indenidade”.

4.3 PROBLEMAS DE AGÊNCIA NO CONTRATO DE INDENIDADE

Para Kraakman et. al. (2009, p. 35-37; 55), são três os problemas de agência que devem ser objeto do direito societário: (i) o conflito entre administradores e acionistas; (ii) o conflito entre acionistas controladores e minoritários; e (iii) o conflito entre acionistas e grupos não acionistas.

Como explicam Bearl e Means (1991) e Jensen e Meckling (1976), a separação das funções de administração e a propriedade das ações leva à criação de uma relação de agência. Os administradores (*agents*) passam a atuar (ao menos devem passar a atuar) em benefício dos acionistas (*principals*), com seu consentimento e submetidos a deveres fiduciários. É a divergência nos interesses das partes que faz surgir o problema de agência.

A elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade por sua natureza enquadra-se em uma relação de conflito de interesses entre administradores e a companhia – que, aqui, representa o interesse de todos os acionistas –, portanto, enquadrando-se em um problema de agência.

Os problemas de agência representam a problemática principal da análise dos contratos de indenidade pelo direito. E isso porque, ainda que se considere a importância dos contratos de indenidade para a atração e retenção de diretores, há intrinsicamente no contrato de indenidade uma relação conflituosa entre os interesses dos diretores e da companhia. Da mesma forma que o seu congênere – o seguro D&O –, o contrato de indenidade provoca uma assimetria de informação pelo risco moral.

Se por um lado, a celebração do contrato de indenidade pode ser anteparo para a proteção patrimonial dos diretores, servindo, assim, como um incentivo para a aceitação do encargo; por outro, também pode servir de incentivo para a assunção de maiores riscos na administração da companhia, que não seriam verificados caso

ausente medidas de proteção patrimonial do administrador, como é o contrato de indenidade.

Considerando que o direito possui como “objetivo normativo” promover soluções “para maximizar o bem-estar agregado das partes envolvidas” (KRAAKMAN et. al., 2018, p. 82), resolvendo os problemas de agência encontrados, necessário refletir sobre a estratégia jurídica adotada pela CVM para a superação de conflitos de interesse no âmbito do contrato de indenidade.

4.3.1 Comportamento oportunista dos administradores e a celebração de contrato de indenidade

Como ensina Silva Neto (2015), os administradores constituem atores racionais do governo societário, de modo que buscarão maximizar seus interesses. Timm e Guarisse (2019) afirmam que o risco moral decorrente do comportamento oportunista do agente também ocorre nos problemas de agência¹⁹¹, afetando, assim, o contrato de indenidade.

Dessa maneira, na celebração de contrato de indenidade, o administrador pode agir de modo a beneficiar-se em detrimento da companhia, por meio do estabelecimento de condições facilitadoras à concessão da indenidade. Também pode ocorrer de a existência do contrato de indenidade servir como um incentivo para que o administrador realize uma gestão mais propensa a riscos – tendo em vista que seus atos de gestão estariam cobertos pelo contrato de indenidade.

É importante destacar, no entanto, que não existem ganhos financeiros imediatos ao administrador no momento da celebração do contrato de indenidade. O que se quer dizer é que a depender da modelagem do contrato de indenidade, essa forma de proteção patrimonial pode levar o administrador a adotar um comportamento oportunista, privilegiando seus interesses pessoais em prejuízo ao interesse da companhia, agindo de maneira pouco diligente para buscar benefício próprio futuro direto ou indireto.

¹⁹¹ “Outro exemplo de risco moral ocorre nos chamados *problemas de agência*, em que uma parte (agente) deve cuidar dos interesses de outra (principal), como é o caso do administrador em relação a uma sociedade empresária. Em determinadas situações, o agente tem incentivos para agir contrariamente ao interesse do principal, sem que o principal consiga monitorar ou reprimir essa conduta. Nesse caso, o principal terá que devotar recursos para controlar e monitorar o agente, o que aumenta o custo de sua relação.” (TIMM e GUARISSE, 2019, p. 166).

O fato de o contrato de indenidade ser objeto de decisão dos próprios beneficiários sugere comportamentos oportunistas dos administradores (MACKKAY e ROUSSEAU, 2015, p. 555). Como afirmam Vasconcellos e Villar (2019, p. 207), é possível que o administrador participe da elaboração da minuta do contrato de indenidade, estabelecendo seus termos e condições, e da sua execução, deliberando pela sua concessão:

Nos compromissos de indenidade, diferentemente, tal avaliação usualmente passa por órgãos societários das próprias companhias, formados por seus diretores ou conselheiros de administração. Em situação extrema, os mesmos administradores podem participar de dois momentos distintos particularmente delicados no que tange aos contratos de indenidade, isto é, primeiramente, no processo de definição de condições e adoção do compromisso, e, posteriormente, na aprovação do pagamento de indenizações.

Ademais, quando da deliberação a respeito de eventual pagamento de indenizações, ainda que os administradores diretamente vinculados ao caso em exame não participem da votação – uma vez que o resultado do conclave impacta seus próprios patrimônios pessoais –, fato é que o desfecho de tal votação acaba por criar precedente que, futuramente, pode mostrar-se valioso aos próprios administradores votantes, caso eles mesmos estejam diante de situação similar, na condição de beneficiários do mesmo acordo de indenidade.

Este problema adicional mencionado por Vasconcellos e Villar (2019, p. 207) de que a decisão do administrador sobre a concessão da indenidade cria um precedente da qual ele próprio pode se beneficiar, pode criar um incentivo para uma maior benevolência do administrador na análise de casos envolvendo contrato de indenidade submetidos para sua deliberação¹⁹². Além disso, pode gerar situações de compadrio entre os administradores, a ponto de ser realizada uma espécie de troca de favores na aprovação da indenidade um para com o outro, tal como um “carrossel”.

Há ainda que ser destacada a possibilidade de o administrador pretender aprovar a concessão de indenidade para eventos passados. Sobre isso, inclusive, a CVM manifestou sua preocupação no caso JBS. No caso, visando seus interesses, o administrador prestaria esforços na elaboração de contrato de indenidade que tivesse previsão de eventos já ocorridos.

¹⁹² Embora o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, trate da impossibilidade de o administrador beneficiado pela indenidade participar do processo decisório para concessão da indenidade, há que se ter em conta a influência do administrador impactado nos outros administradores e a possibilidade de administradores deliberarem com viés de proteção futura, ou seja, imaginando que a concessão da indenidade poderá lhes ser útil no futuro, agir de modo menos diligente na concessão da indenidade a outro administrador.

É relevante notar a observação de Sztjan et. al. (2020, p. 221) de que há maior chance de comportamento oportunista em contratos de troca diferida, i.e., aqueles em que o momento da execução do contrato é posterior à sua celebração. Como visto, o contrato de indenidade classifica-se como um contrato diferido, de modo que comportamentos oportunistas podem ser esperados e, assim, estratégias para sua mitigação são relevantes para a eficiência do mercado.

Considerando que o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, traz orientações genéricas, oferecendo à companhia maior autonomia e liberdade na elaboração e celebração do contrato de indenidade, esse desenho pode favorecer o comportamento oportunista do administrador. Será necessário avaliar casuisticamente se a elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade observaram o interesse da companhia e a preservação dos deveres fiduciários determinados ao administrador.

Não se está – e nem se pretende – a sugerir que a CVM deve regular integralmente o contrato de indenidade. Além de não ser possível, tendo em vista a sofisticação e criatividade das soluções jurídicas adotadas em companhias abertas, a excessiva regulação do contrato de indenidade poderia retirar uma de suas maiores vantagens em relação ao seguro D&O, exatamente a flexibilidade de seus critérios. Sobre essa vantagem do contrato de indenidade em relação ao seguro D&O, expõem Ribeiro e Fuckner (2021, p. 180) o seguinte:

O que se pode concluir da verificação dessas hipóteses é que as empresas optam, de forma variada, por incluir em seus contratos de indenidade, estatutos sociais ou políticas de indenização, ocorrências que, conforme o entendimento da própria companhia, não admitiriam a concessão da indenidade aos administradores para a defesa nos procedimentos e nem autorizariam indenização posterior.

Essa é mais uma demonstração das vantagens resultantes da existência de uma política de indenidade a cargo da própria sociedade – e não de uma seguradora. Definir quais atos devem ou não contemplar a proteção dos administradores constitui uma decisão de política interna da companhia.

De outro lado, a celebração de contrato de indenidade, pode levar o administrador a adotar uma postura agressiva e com maior exposição a riscos, privilegiando resultados de curto prazo. Isso porque eventuais despesas decorrentes dos riscos associados à sua gestão estariam cobertas pela indenidade – tornando o administrador ileso na prática de atos de gestão questionados.

Esse comportamento oportunista revela-se especialmente quando a política de remuneração dos administradores privilegia resultados de curto prazo, mediante pagamento de bônus por resultados atingidos em determinado exercício social, por exemplo. Embora o contrato de indenidade não representa remuneração *strictu sensu*¹⁹³, sua concessão ao administrador deverá levar em conta o pacote remuneratório a ele oferecido, a fim de mitigar as chances de adotar um comportamento oportunista em desfavor da companhia.

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, por si só, não parece ser suficiente para mitigar os custos de oportunismo contratual, especialmente considerando que nele estão previstas regras gerais na celebração e execução do contrato de indenidade. Além disso, os custos de oportunismo contratual não foram o objeto de preocupação maior da CVM na elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, que procurou especialmente mitigar os conflitos de interesses potencialmente existentes no contrato de indenidade. É o que se extrai do item 1 do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018 (BRASIL, 2018):

A fim de garantir o cumprimento desses deveres, a CVM recomenda a adoção de regras e procedimentos que mitiguem os riscos de conflito de interesses inerentes a esse tipo de contratação e que confirmem o necessário equilíbrio entre, de um lado, o interesse da companhia de proteger seus administradores contra riscos financeiros decorrentes do exercício de suas funções, no âmbito de processos administrativos, arbitrais ou judiciais e, de outro, o interesse da sociedade de proteger seu patrimônio e de garantir que seus administradores atuem de acordo com os padrões de conduta deles esperados e exigidos por lei.

Não se pode negar a potencialidade de comportamentos oportunistas no contrato de indenidade, especialmente considerando que a decisão de conferir a indenidade compete aos órgãos de administração da companhia. Embora os deveres

¹⁹³ Como explicam Vasconcellos e Villar (2019, p. 223), houve silêncio da CVM – no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018 – quanto à natureza jurídica do contrato de indenidade. Embora o contrato de indenidade não represente uma contraprestação por serviços prestados pelo administrador, Vasconcellos e Villar (2019, p. 223) entendem que há uma questão polêmica nesse quesito, ou seja, quanto ao enquadramento do contrato de indenidade como remuneração do administrador. Se assim fosse, haveria que se observar os limites globais de remuneração (artigo 152 da Lei das S.A.), o que traria uma questão adjacente: qual o limite de cobertura da indenidade? Sobre o assunto, então, transcreve-se trecho de Vasconcellos e Villar (2019, p. 223): “Porém, ainda, restam critérios a serem explorados quanto ao tema. A título exemplificativo, a CVM não versou em suas recomendações acerca da natureza jurídica dos compromissos de indenidade, para fins de eventual caracterização como remuneração da administração. Tal enquadramento, caso fosse assim desenhado, sujeitaria os contratos de indenidade aos limites globais de remuneração submetidos à assembleia geral ordinária, consoante o art. 152 da Lei das Sociedades por Ações. Seja pelas características diversas (indenização por danos patrimoniais vs. contraprestação por serviços prestados), quer das diversas implicações práticas de semelhante aproximação, tal não nos parece a melhor leitura. Mas essa discussão, caso seja retomada, merece tratamento exclusivo em artigo próprio.”

do administrador, definidos no segundo capítulo desta dissertação, possam servir como instrumento para minimizar os custos de oportunismo contratual, eles não parecem ser suficientes para sua mitigação no caso do contrato de indenidade.

Os deveres indicados nos artigos 153 a 160 na Lei das S.A. representam o conjunto de padrões de conduta esperado dos administradores de uma companhia, analisados por meio da *business judgement rule*, que pode afastar a responsabilização do administrador quando o ato de gestão for praticado no interesse da companhia e observada a boa-fé subjetiva.

A ausência de tratamento ao potencial comportamento oportunista do administrador no contrato de indenidade pelo Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, ignorou que a norma jurídica serve como instrumento de prevenção do comportamento oportunista em contratos diferidos, pela redução dos custos de transação incorridos, integração eficiente de lacunas em contratos incompletos e garantia do cumprimento eficiente do contrato (TREBILCOCK, 1993, p. 16).

Como dito, a preocupação maior do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, foi com os potenciais conflitos de interesses existentes na celebração e execução do contrato de indenidade, de modo que se passa à análise deste tema.

4.3.2 Conflitos de interesses no contrato de indenidade e o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, teve como principal propósito oferecer solução jurídica adequada para a mitigação dos conflitos de interesses no contrato de indenidade. Os conflitos de interesses são problemas de agência, na medida em que refletem interesses contrapostos entre duas partes, como ensina Silva (2013, p. 19):

Os economistas cunharam um jargão, problemas de agência, para se referirem a esses conflitos de interesses. O problema de agência ocorre quando uma parte, denominada principal, depende da ação a ser tomada por uma outra parte, denominada agente; contudo, a motivação para atuação do agente deve estar alinhada aos interesses do principal e não simplesmente ao seu próprio interesse. A dificuldade central ocorre devido ao fato de o agente ter em regra geral melhores informações que o principal no que tange a fatos importantes. Por essa razão, não pode o principal afirmar que a atuação do agente foi precisamente a prometida, o que pode fazer com que a atuação do agente seja oportunista. Como consequência, os custos de monitoramento muitas vezes podem reduzir a importância da performance do

agente para o principal em razão da complexidade da atuação do agente e da amplitude da discricionariedade desta atuação.

Os conflitos de interesses incorridos na elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade foram as principais preocupações demonstradas pela CVM no julgamento dos casos Kepler-Weber e Banestes. Inclusive, no caso Banestes, a Relatora Diretora Luciana Dias fez questão de indicar que a problemática envolvendo conflitos de interesses no contrato de indenidade não era exclusivamente brasileira (BRASIL, 2014):

A polêmica sobre a adequação desses contratos aos objetivos das políticas públicas que se pretende fomentar por meio da aplicação das penas e o debate sobre quais os limites adequados para se autorizar o ressarcimento de despesas e penalidades decorrentes de processos administrativos e judiciais não é um privilégio do Brasil. Os contratos de indenidade, ou mesmo as indenizações aprovadas *ad hoc*, e os seguros para administradores são práticas comuns em várias jurisdições e, por isso, reguladores no mundo todo se deparam com questões parecidas.

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, teve como foco a decisão sobre a celebração e execução do contrato de indenidade, tendo em vista que o objetivo era a elaboração de “regras e procedimentos que mitiguem os riscos de conflito de interesses inerentes a esse tipo de contratação” (BRASIL, 2018). A tentativa da CVM em mitigar os conflitos de interesses incorridos no contrato de indenidade se deu com a previsão de que regras quanto à elaboração, celebração e execução do contrato de indenidade.

No que diz respeito à elaboração do contrato de indenidade, a CVM sugere a interferência dos acionistas na tomada de decisão pela celebração da indenização, dando como exemplo a inclusão de disposição estatutária autorizadora ou a submissão dos termos e condições da indenidade para deliberação pela assembleia geral.

Quanto à celebração do contrato de indenidade, o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018 disciplina que deve ser objeto de parecer prévio da Diretoria circunstanciado nas justificativas para a indenidade e sujeito à aprovação pelo conselho de administração. Já em relação à decisão de conceder a indenidade, o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, dispõe que se defina por meio de “regras claras e objetivas” o órgão da companhia responsável pela aprovação da indenidade.

Como a própria CVM sustenta no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, são apresentadas recomendações mínimas para a mitigação dos conflitos de interesses. Incentiva-se, no entanto, a companhia a adotar “procedimentos adicionais” para garantir que a decisão pela indenidade seja tomada no interesse da companhia.

Considerando o “contexto de controle concentrado predominante no Brasil” (PARGENDLER, 2015), há normalmente uma sobreposição de posições na diretoria e no conselho de administração de companhias abertas ou, então, uma submissão dos administradores aos controladores. Dessa maneira, não parece que a necessidade de parecer prévio e submissão ao conselho de administração possa ser medida suficiente para mitigar os conflitos de interesses próprios da celebração do contrato de indenidade. Salvo no caso de submissão da decisão de aprovação da indenidade a comitê independente (de fato e de direito), a definição de órgão societário para a aprovação da indenidade também pouco auxiliar na mitigação dos conflitos de agência.

Quanto à deliberação em assembleia geral para a elaboração do contrato de indenidade, essa também não parece consistir em regra capaz de mitigar os conflitos de interesses do contrato de indenidade. Como dito, prevalece nas companhias abertas brasileiras um sistema concentrado de capital que, acompanhado de um alto absenteísmo assemblear¹⁹⁴, leva a tomada de decisão ser exclusiva do acionista controlador. Sobre o assunto, escreveram Vasconcellos e Villar (2019, p. 221-222):

De modo a atingir tal objetivo, a CVM uma vez mais viu no engajamento dos acionistas a melhor forma de conduzir a adoção de contratos de indenidade. Afinal, com base nessa visão, não estaríamos diante da situação em que os administradores deliberariam sobre a aprovação de algo que, oportunamente, pode vir a reverter-lhes benefícios próprios. Concretamente, os acionistas participariam desse processo decisório em assembleia geral, seja mediante inclusão de disposição específica no Estatuto Social da companhia, autorizando a mesma a indenizar seus administradores, ou por meio de avaliação dos termos gerais da minuta de contrato a ser pactuado entre companhia e seus administradores.

Apesar de à primeira vista tal sistemática ter razão de ser, a distribuição do capital social votante das companhias abertas brasileiras pode gerar desafios à sua implementação. Por ser o mercado de valores mobiliários nacional marcado pela presença de acionistas controladores majoritários, os quais isoladamente detêm direitos de voto suficientes à aprovação desse tipo de matéria em assembleia geral, tal direcionamento à apreciação pelos acionistas em sede assemblear pode capturar, na prática, apenas a visão do titular do poder de controle, sem a legitimidade que apenas uma votação

¹⁹⁴ Sobre a concentração acionária e o absenteísmo assemblear como elementos das companhias brasileiras, ver Oioli (2013).

ampla e disputada traria. Ainda, o absenteísmo por parte de minoritários representa fator adicional de preocupação para tal sistemática.

Considerando os problemas acima, em contraponto à participação dos acionistas na decisão sobre a indenidade, poderia ser adotada a criação de um comitê independente eleito pelos acionistas da companhia para decidir quanto aos critérios para a concessão da indenidade, seja na fase de elaboração, seja na de execução do contrato.

De outro lado, o *claw back*, no entanto, é uma importante ferramenta disciplinada no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, para fins de mitigação de conflitos de interesses na execução do contrato de indenidade. Por meio do *claw back*, caso se entenda ao final pelo não enquadramento do administrador na hipótese de indenidade, então, o administrador é obrigado à devolução da integralidade dos valores recebidos a título de adiantamento de despesas.

Trata-se, o *claw back*, de uma cláusula de recuperação que deve estar prevista contratualmente (CÂMARA, 2016, p. 54). Por isso que, ainda que o *claw back* opere *ex post*, ou seja, frente a um pagamento de cobertura já realizado pela companhia, há certa incompletude nessa afirmação. A existência de cláusula no contrato de indenidade disciplinando o *claw back* funciona como uma medida eficiente para a correção de distorções no comportamento do administrador, especialmente porque há uma previsão contratual anterior ao cumprimento do contrato.

Dessa forma, mesmo que o administrador faça uso de comportamento oportunista para a aprovação da indenidade ou, ainda, promova a concessão da indenidade em situação conflitante com a da companhia, o *claw back* permite a revisão do enquadramento do ato de gestão praticado pelo administrador nos critérios de indenidade, neutralizando despesas e prejuízos à companhia.

Embora não esteja presente no Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, é possível estabelecer no contrato de indenidade a cláusula *malus*, pela qual a companhia poderá reduzir o montante destinado a remuneração variável futura a fim de que o administrador reembolse os valores de cobertura indevidamente pagos pela companhia. Essa hipótese tem bastante sentido em companhias que adotem remuneração variável diferida, a exemplo de instituições financeiras (conforme Resolução nº 3921/2010).

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, também oferece regras para a divulgação e publicização do contrato de indenidade, medida que também favorece a

mitigação dos conflitos de interesses. Kraakman et. al. (2018, p. 95-96) afirmam que a “divulgação de informações desempenha um papel fundamental no controle dos custos de agência societários”:

Em relação às estratégias regulatórias que exigem *efetivação (enforcement)*, a divulgação de informações de transações entre partes relacionadas ajuda a revelar a existência de transações que podem estar sujeitas a questionamentos e fornece aos potenciais demandantes informações que podem ser levadas a juízo. Em relação às estratégias de governança, a divulgação de informações pode ser usada de vários modos diferentes, mas complementares. Em primeiro lugar, e de forma mais geral, obrigar a divulgação dos termos dos arranjos de governança que estão em vigor permite aos representados avaliar as táticas de intervenção apropriadas. Em segundo lugar e, especificamente em relação aos direitos de decisão, a divulgação obrigatória de informações sobre os detalhes de uma operação proposta para a qual se busca a aprovação dos representados pode melhorar a decisão dos representados. Em terceiro lugar, a divulgação de informações por parte daqueles que exercem papéis de *trustee* serve para vincular suas reputações publicamente ao efetivo monitoramento dos agentes.

A obrigação do *disclosure* em relação ao contrato de indenidade – se há previsão estatutária sobre a indenidade, se há limitação de valor para a indenidade, qual o período de cobertura, quais administradores poderão celebrar contrato de indenidade, hipóteses de excludentes de cobertura, quais despesas serão pagas, adiantadas ou reembolsadas, e os procedimentos que deverão ser adotados para a concessão da integridade, conforme consta do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018 – é instrumento útil para a mitigação dos problemas de agência.

Aliás, pode-se dizer que a obrigação do *disclosure* combinada com o *claw back* e a cláusula *malus* constitui um ferramental bastante relevante para a mitigação dos problemas de agência no contrato de indenidade, na medida em que oferece monitoramento das condições e critérios para a indenidade aos acionistas minoritários e à CVM – que, como ensina Eizirik et. al. (2008, p. 246), possui “poderes para regular, fiscalizar e sancionar” as atividades no mercado de valores mobiliários.

4.3.3 A maturidade da governança corporativa da companhia como elemento importante para a mitigação dos custos de oportunismo contratual e de problemas de agência no contrato de indenidade

Governança corporativa constitui-se pelo conjunto de regras utilizado na administração de uma companhia (SILVEIRA, 2015, p. 3), sendo uma estratégia

utilizada na avaliação e gestão de riscos (LAMY e LAMY, 2022, p. 1). Relaciona-se, portanto, à forma como a companhia toma suas decisões.

Se os problemas de agência no contrato de indenidade estão relacionados com o processo decisório da companhia, verificados no caso concreto, como exposto acima, então, a maturidade da governança corporativa é elemento importante para sua mitigação. De igual forma, essa maturidade na governança corporativa é elemento central na mitigação de comportamentos oportunistas pelos administradores quando da elaboração e execução do contrato de indenidade.

O estabelecimento de um processo decisório que privilegie informação e fundamentação, i.e., que direcione os órgãos de administração da companhia a tomar decisões informadas e fundamentadas, é fundamental para essa maturidade na governança corporativa. O cumprimento voluntário das normas internas e externas (MENDES, 2018) e a gestão de riscos (LAMY e LAMY, 2022) são elementos que indicam a maturidade da governança corporativa de uma companhia.

Dessa maneira, a celebração e execução do contrato de indenidade que observa o interesse da companhia e encontra-se adequada aos deveres do administrador estabelecidos nos artigos 153 a 160 na Lei das S.A., sendo promovida a análise prévia dos riscos incorridos, parece ser a chave central para a mitigação dos problemas de agência e dos custos de oportunismo contratual.

Da mesma forma que o seu congêneres seguro D&O, a análise prévia de riscos mostra-se um ferramental adequado para mensurar antecipadamente as coberturas ajustadas no contrato de indenidade, forçando o *accountability* da decisão de conferir indenidade aos administradores.

Portanto, a utilização eficiente da governança corporativa, com o estabelecimento de um processo decisório que privilegie informação e fundamentação e a análise prévia de riscos, parece ser fundamental para a mitigação dos custos de oportunismo contratual e dos conflitos de interesses decorrentes do contrato de indenidade.

A eficiência do contrato de indenidade supera, pois, a mera regulação pela CVM desta modalidade de proteção patrimonial aos administradores. Ao contrário do seguro D&O, em que há a participação de um terceiro, que determina e decide quanto à cobertura, a concessão da indenidade é decidida internamente na companhia, por meio de seus órgãos de administração.

É a madurez do processo decisório da companhia que evita decisão tomada em benefício exclusivo do administrador quando da celebração ou execução do contrato de indenidade. O caso *Enron* explicita bem a importância do estabelecimento de uma governança corporativa – e como a existência meramente formal da governança corporativa pode ser prejudicial aos interesses da companhia e oferecer espaço fértil para o comportamento oportunista de administradores.

Para Silveira (2015), vários problemas na gestão interna da *Enron* ocasionaram seu colapso, a exemplo de falhas na estrutura de remuneração dos administradores, que estando vinculada ao fechamento de negócios, privilegiava resultados de curto prazo, e problemas no processo decisório da companhia. A governança corporativa deve ser efetiva, e não apenas o cumprimento de uma formalidade, como se extrai de Silveira (2015, p. 43-44):

1. *A enorme distância entre a governança do checklist e a boa governança efetiva*: embora, no papel, a Enron adotasse várias práticas recomendadas, internamente essas eram exercidas de modo bem diferente. O conselho de administração e a área de gestão de riscos são bons exemplos. Apesar de aparentarem independência, muitos conselheiros possuíam vínculos sutis com a Enron e suas lideranças, tais como laços financeiros indiretos e de amizade que minavam sua capacidade de questionamento. Além disso, a falta de dedicação era outro problema: o conselho e seus comitês se reuniam pouco, um reflexo do escasso tempo que os conselheiros dedicavam à companhia. A área de gestão de risco, formada por cerca de 150 experts em finanças, banking e estatística formados nos melhores MBAs, também era louvada como uma grande vantagem competitiva da Enon por consultorias e agências de avaliação de risco de crédito. Entretanto, na prática, seus líderes tinham pouca força internamente para barrar projetos e operações considerados muito arriscados.

O Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, sugere a participação dos acionistas no processo decisório do contrato de indenidade, o que não parece ser uma medida adequada aos padrões brasileiros, considerando o alto índice de absenteísmo assemblear. Em razão disso, como exposto acima, poderia ser utilizado um comitê independente para decisão quanto à indenidade.

E, aqui, se revela a importância da maturidade na governança da companhia. Como no exemplo *Enron*, a mera existência de um comitê para deliberação sobre a indenidade a ser conferida aos administradores não é suficiente, especialmente considerando a possibilidade de sua captação pelos controladores ou administradores da companhia.

A mitigação dos problemas de agência na celebração e execução do contrato de indenidade se encerram, pois, no caso concreto. Avaliadas as circunstâncias em que foi deliberada a criação e a concessão da indenidade, então se poderá avaliar a conduta dos administradores nesse processo.

Em razão disso, o acompanhamento dos julgamentos da CVM será importante para que se tenha uma conclusão aprofundada quanto aos elementos que poderão ser entendidos como suficientes para adequar a conduta dos administradores na celebração e cumprimento da indenidade e os seus deveres fiduciários para com a companhia.

Por ora, a conclusão que se tem é que a mitigação dos problemas de agência existentes no contrato de indenidade exige maturidade da governança corporativa da companhia, por meio de um processo decisório claro e objetivo, que promova aos órgãos de administração da companhia a tomada de decisão de maneira informada e fundamentada, com a adequada gestão de riscos da companhia.

5 CONCLUSÃO

De acordo com a pesquisa ora apresentada, conclui-se que, ao mesmo tempo em que o contrato de indenidade representa um ganho de eficiência na administração da companhia, o fato de ser objeto de decisão dos próprios beneficiários sugere comportamentos oportunistas pelos administradores, pretendendo usufruir benefícios excessivos. Embora não existam benefícios financeiros imediatos, há possibilidade de os administradores adotarem comportamentos que privilegiem seus interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia.

Ainda que não vinculante, o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, pretendeu a mitigação do conflito de interesses inerente ao contrato de indenidade. Para tanto, disciplinou a CVM que a adoção do contrato de indenidade deve partir (i) de parecer da Diretoria e aprovado pelo Conselho de Administração, com as justificativas para tal conforto; (ii) definição de órgão interno da companhia para a aprovação da indenização; e (iii) interferência dos acionistas na decisão.

É particular notar que a CVM sempre se preocupou com o conflito de interesses decorrente do contrato de indenidade, justificando-se a preocupação que resultou na elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018.

O objetivo do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, é louvável, mas ele terá condições de responder todas as questões envolvendo os problemas de agência incorridos quando da celebração de um contrato de indenidade? Diante da pesquisa ora apresentada, apesar de ser confirmada a hipótese quanto à existência de problemas de agência na celebração do contrato de indenidade, não se encontrou resposta conclusiva quanto à efetividade do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, na mitigação destes conflitos. Será preciso acompanhar a evolução dos julgamentos da CVM sobre o tema para se ter uma resposta conclusiva, especialmente considerando que a avaliação dos problemas de agência se dá levando em consideração as circunstâncias do caso concreto.

Considerando que o Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, representa apenas uma previsibilidade do entendimento a ser conferido pela CVM em possíveis julgamentos de processos administrativos sancionadores, será necessário aguardar os julgamentos de processos administrativos sancionadores pela CVM para

se ter melhor visibilidade quanto aos efeitos do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018.

Apenas os casos concretos – e há uma tendência em seu surgimento, dado o aumento na utilização de contratos de indenidade por companhias abertas – poderão trazer a resposta quanto à efetividade do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018. Ou seja, haverá necessidade de acompanhar a evolução do posicionamento da CVM para se aferir os resultados do Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018, quanto aos problemas de agência em contratos de indenidade, já que não há como dizer se os resultados de sua utilização tem sido satisfatórios ou não, especialmente quanto aos problemas de agência.

Pode-se antecipar, no entanto, que o processo decisório da companhia constitui elemento fundamental para a eficiência do contrato de indenidade, especialmente em relação à mitigação dos problemas de agência. Será a governança corporativa eficiente um dos principais ferramentais para a exclusão de comportamentos oportunistas dos administradores e para a mitigação de problemas de agência, como se viu ao final do trabalho.

O que se tem é que o ajuste de contrato de indenidade tem sido objeto de desejo dos administradores, com o objetivo de evitar a possibilidade de perda do seu patrimônio pessoal em razão de obrigações decorrentes de sua atuação na companhia, especialmente considerando a extensão de sua responsabilidade por obrigações particulares da companhia ou da acusação de ter agido em falta aos seus deveres fiduciários.

E, neste sentido, a dissertação pode apresentar o regime jurídico do contrato de indenidade, definindo seu conceito e estrutura e levantando os principais elementos de sua constituição a partir de decisões e opiniões da CVM. Um dos objetivos principais do trabalho era apresentar o estado da arte do contrato de indenidade, o que foi possível.

REFERÊNCIAS

ABRASCA (São Paulo). **Sistema de Informação Abrasca às Companhias**

Abertas. 2017. Edição Semanal Número 8. Disponível em:

<https://www.abrasca.org.br/noticias>. Acesso em: 10 jan. 2022.

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

ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier. **Commentaries and Cases on the Law of Business Organization**. Nova Iorque: Aspen Publishers, 2003.

ALMEIDA, Fabiana Mendonça Marins de. **Companhia Aberta: objeto e estrutura da disciplina jurídica**. São Paulo: Almeida, 2022.

ALVES, José Carlos Moreira. Notas sobre carta de conforto. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 709-712.

AMARO, Anderson de Souza. O seguro de responsabilidade civil dos administradores. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 2/2014, p.97-125, mar. 2014.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Corporate Director's guidebook**. 6. Ed. Estados Unidos da América: ABA Publishing, 2011, p. 18-23.

Americanas S.A. Fato Relevante: 11 de janeiro de 2023. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/7d467a28-684d-08d9-4380-62b6a10979a9?origin=1>. Acesso em: 14 jan. 2023.

ANTUNES, Paulo de Bessa. **Direito Ambiental**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

ARAUJO JR., Ari Francisco; SHIKIDA, Claudio Djissey. Microeconomia. In: TIMM, Luciano Benetti (org.). **Direito e economia no Brasil: estudos sobre a análise econômica do direito**. 3. ed. Indaiatuba: Editora Foco, 2019, p. 33-70.

As múltiplas batalhas do caso Americanas. **Capital Aberto: Legislação&Mercados**, São Paulo, 07 fev. 2023. Disponível em:

<https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/as-multiplas-batalhas-do-caso-americanas/>. Acesso em: 11 fev. 2023.

ASCARELLI, Tullio. A Atividade do Empresário. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da**

Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 583-603. Tradução de: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França.

ASCARELLI, Tullio. O Contrato Plurilateral. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 255-312.

ASCARELLI, Tullio. O Empresário. **Revista de Direito Mercantil:** Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 109, p. 183-189, jan. 1998. Tradução de: Fabio Konder Comparato.

ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. **Revista de Direito Mercantil:** Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 104, p. 109-126, out-dez. 1996. Tradução de: Fabio Konder Comparato, 1998.

AU-YONG-OLIVEIRA, Manuel et. al. Êxito, fracasso, marketing e inovação: o caso da Nokia. **Revista Ibérica de Sistemas e Tecnologias de Informação**, Lisboa, n. E34, p. 219-234, set. 2020. Disponível em: https://media.proquest.com/media/hms/PFT/1/wPfnH?_s=Hn1lpD3cDQEt%2FKnTORE%2Fx5oCN0%3D. Acesso em: 11 nov. 2022.

BAINBRIDGE, Stephen M.; HENDERSON, M. Todd. **Limited Liability:** A Legal and Economic Analysis. Northampton: Edward Elgar, 2016.

BARBOSA, Marcelo. Dever de Diligência: Forma e Conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. AZEVEDO, Luis Andre. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas:** Homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 51-64. Volume II.

BARBOSA, Marcelo. Órgãos Técnicos e Consultivos das Companhias. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun. **Governança Corporativa:** Avanços e Retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 593-612.

BARRETO, Julio. **O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** Rio de Janeiro: Forense, 1997, v. 2.

BAYSINGER, Barry D.; BUTLER, Henry N.. The Role of Corporate Law in the Theory of the Firm. **The Journal Of Law & Economics**, Chicago, v. 28, n. 1, p. 179-191, abr. 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725469>. Acesso em: 06 jan. 2023.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property.** London: Transaction Publishers, 1991.

BOURNE, Ryan. Is This Time Different: schumpeter, the tech giants, and monopoly fatalism. **Cato Institute Policy Analysis**, Washington, v. 00, n. 872, p. 1-21, jun. 2019. Disponível em: https://assets.realclear.com/files/2019/06/1326_pa-872.pdf. Acesso em: 11 nov. 2022.

BOYER, M. Martin. Director's and officer's insurance and shareholder protection. **The Journal of Financial Perspectives**, v. 2, n. 1, mar 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3078746. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL, Tribunal Superior do Trabalho. ARR nº 0139200-06.2011.5.15.0107. 6ª Turma. Relator: Ministro Aloysio Corrêa da Veiga, 30 de agosto de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 1/2021**. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0121.html>. Acesso em: 20 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SEP nº 02/2018**. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0218.html>. Acesso em: 20 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM 38, de 25 de setembro de 2018**. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare038.html>. Acesso em: 20 set. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2005/1443. Relator: Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro, j. 21 mar 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2008/2334. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, j. 14 dez. 2010. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2009/8316. Relatora: Diretora Luciana Dias. Rio de Janeiro, j. 09 abr. 2013. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130409_PAS_RJ20098316.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2011/2595. Relatora: Diretora Luciana Dias. Rio de Janeiro, j. 29 jul. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140729_PAS_RJ20112595.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2013/6635. Relatora: Diretora Luciana Dias. Rio de Janeiro, j. 26 maio 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.004392/2020-67. Relator: Diretor Alexandre Rangel. Rio de Janeiro, j.

15 ago 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815_PAS_CVM_SEI_19957_004392_2020_67_relatorio_diretor_alexandre_rangel.pdf. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003175/2020-50. Relator: Diretor Alexandre Rangel. Rio de Janeiro, j. 15 ago 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815_PAS_CVM_SEI_19957_004392_2020_67_relatorio_diretor_alexandre_rangel.pdf. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2009-13179. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, j. 09 set 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ2004/5494. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco. Rio de Janeiro, j. 14 dez 2004. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-2.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.004523/2016-20. Relator: SMI. Rio de Janeiro, j. 11 out. 2016. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2016/20161011_R1/20161011_D0293.html. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.007563/2017-12. Relator: Diretor Gustavo Borba. Rio de Janeiro, j. 17 abr. 2018. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170829_R2.html. Acesso em: 11 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. TA-RJ2002/1153. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, j. 06 de novembro de 2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. TA/RJ2001/4977. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, j. 19 de dezembro de 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1101728/SP, Primeira Seção. Relator: Min. Teori Albino Zavascki. Brasília, 19 de março de 2009. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp>. Acesso em: 22 ago. 2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Resp nº 1926477. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Brasília, 18 de outubro de 2022. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp>. Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 948117/MS, Terceira Turma. Relator: Min. Nancy Andrighi. Brasília, 22 de junho de 2010. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp>. Acesso em: 12 fev. 2023.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Repercussão Geral no Recurso Extraordinário nº 1.387.795/MG. Relator: Ministro Luiz Fux. Brasília, j. 18 de agosto 2022. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=15353401639&ext=.pdf>. Acesso em: 15 set. 2022.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0262800-37.2007.5.02.0040. 10ª Turma. Relatora: Juíza Regina Celi Vieira Ferro. São Paulo, 16 de junho de 2015.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0002195-22.2013.5.02.0001. 6ª Turma. Relator: Desembargador Rafael Edson Pugliesi Ribeiro. São Paulo, 18 de abril de 2017.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0001877-78.2013.5.02.0085. 14ª Turma. Relator: Desembargador Francisco Ferreira Jorge Neto. São Paulo, 11 de dezembro de 2014.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0000583-46.2014.5.02.0023. 17ª Turma. Relatora: Desembargadora Thais Verrastro de Almeida. São Paulo, 11 de junho de 2015.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região. Agravo de Petição nº 0000020-28.2016.5.02.0461. Relatora: Desembargadora Mércia Tomazinho. São Paulo, 1º de agosto de 2017.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

BULGARELLI, Waldirio. **Tratado de Direito Empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

CAETANO, Marcello. *Das Fundações: subsídios para interpretação e reforma da legislação portuguesa*. Lisboa: Ática, 1962.

CALDEIRA, Jorge. **Mauá: empresário do império**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

CÂMARA, Paulo. **A governação dos bancos nos sistemas jurídicos lusófonos**. Coimbra: Almedina, 2016.

CAMARGO, André Antunes Soares de. A pessoa jurídica: um fenômeno social antigo, recorrente, multidisciplinar e global. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 281-298.

CAMARGO, André Antunes Soares de. Os Limites Modernos do Dever de Diligência. In: RAMUNNO, Pedro L. (org.). **Contencioso Societário e Novas Perspectivas do Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 101-117.

CARACCIO, L. William. Voib Ab Initio: Application Fraud as Grounds for Avoiding Director's and Officer's Liability Insurance Coverage. **California Law Review**, v. 74, n. 3, p. 929-999, maio 1986. Disponível em: <https://lawcat.berkeley.edu/record/1112619>. Acesso em: 04 jan. 2023.

CARNEIRO, Roberto Dias. Jurisprudência com a forma da água. **Capital Aberto**, São Paulo, 18 mar. 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/jurisprudencia-com-a-forma-da-agua/>. Acesso em: 19 set. 2019.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. 3 v. Coleção Tratado de Direito Empresarial.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 9. Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. V. 3.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Contratos de indenidade na mira da CVM. **Capital Aberto**, São Paulo, 9 nov. 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/contratos-de-indenidade-na-mira-da-cvm/>. Acesso em: 19 set. 2019.

CATEB, Alexandre Bueno; PIMENTA, Eduardo Goulart. Análise econômica do direito societário. In: TIMM, Luciano Benetti (org.). **Direito e economia no Brasil: estudos sobre a análise econômica do direito**. 3. ed. Indaiatuba: Editora Foco, 2019.

CHEFFINS, Brian R.; BLACK, Bernard S. Outside Director Liability Across Countries. In: **Texas Law Review**, Vol. 84, pp. 1385-1480, 2006. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=438321> >. Acesso em: 20 set. 2019.

CLARK, Robert C. Agency costs versus fiduciary costs. In: PRATT, John W.; ZECKHAUSER, Richard J. **Principal and agents: the structure of business**. Boston: Harvard University Press, 1985.

COELHO, Fábio Ulhoa. A teoria maior e a teoria menor da desconsideração. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 17, n. 65, p. 21-30, set. 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Desconsideração da personalidade jurídica**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaio e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de direito das sociedades**: das sociedades em especial. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de direito das sociedades**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007, v. 1.

CORDOVIL, Leonor et. al. **Nova Lei de Defesa da Concorrência Comentada**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CRISTIANO, Romano. **Empresa é risco**: como interpretar a nova definição. São Paulo: Malheiros, 2007.

CUNHA, Paulo Olavo. *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anônimas: Primeiras Reflexões*. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Volume 3, p. 209-232, maio 2016.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**: Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DANTAS, Marcelo Navarro Ribeiro. O Projeto do Novo Código Comercial e a Desconsideração da Personalidade Jurídica. In: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). **Reflexões sobre o projeto de Código Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 327-361.

DAVIS, Kevin E.; PARGENDLER, Mariana. Heterodoxia jurídica no sul global: desigualdade e direito contratual comparado. **Suprema**: Revista de Estudos Constitucionais, Brasília, v. 1, n. 1, p. 267-298, jan-jun. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.53798/suprema.2021.v1.n1.a25>. Acesso em: 10 fev. 2023.

DERANI, Cristiane. **Direito Ambiental Econômico**. São Paulo: Editora Max Limonad, 1997.

DIAMOND JR., Arthur M.. Schumpeter's Creative Destruction: a review of the evidence. **Journal Of Private Enterprise**, Hartford, v. XXII, n. 1, p. 120-146, Fall 2006. Disponível em: <https://digitalcommons.unomaha.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=econ realestatefacpub>. Acesso em: 16 nov. 2022.

DINIZ, Gustavo Saad. **Estudos e pareceres de pessoas jurídicas e da atividade empresarial**. São Paulo: LiberArs, 2013.

DINIZ, Gustavo Saad. Responsabilidade pessoal do administrador de sociedade limitada no âmbito trabalhista: restrição de critérios pelo artigo 50 do CC/2002. **Síntese Trabalhista**, São Paulo, n. 169, p. 25-32, jul. 2003.

EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. The Corporate Contract. In: BEBCHUCK, Lucien Arye (coord.). **Corporate Law and Economic Analysis**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

EIZIRIK, Nelson et. al. **Mercado de Capitais**: regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

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

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: artigos 1º ao 79. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FARIA, Clara Beatriz Lourenço de. **O seguro D&O e a proteção ao patrimônio dos administradores**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015.

FERRARA, Francesco. **Le persone juridique**. Torino: Torinese, 1958.

FERRARA, Francesco. **Teoria delle persone giuridiche**. 2. ed. Napoli: Eugênio Marghieri, 1923.

FIORILLO, Celso Antonio Pacheco. **Curso de Direito Ambiental Brasileiro**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

Francis vs. United Jersey Bank. 87 N.J. 15, 432 A.2d 814, 1981 N.J. Lexis, 1652 (N.J. July 1, 1981)

FRAZÃO, Ana. Programas de *Compliance* e Critérios de Responsabilização de Pessoas Jurídicas por Ilícitos Administrativos. In: ROSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coord.). **Governança Corporativa**: avanços e retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 23-58.

FREITAS, Bernardo Vianna et al. Poderes dos administradores e acordos de acionistas: apontamentos gerais e o caso Usiminas. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Volume 2, p. 71-114, nov. 2015.

GIERKE, Otto Friedrich von. **La función social del derecho privado**: la naturaleza de las asociaciones humanas. Madrid: Sociedade Editorial Española, 1904. Tradução de: José María Navarro de Palencia.

GOETHE, Johann Wolfgang von. **Faust**: eine tragödie. Salt Lake City: Project Gutenberg, 2007. Disponível em: <https://www.gutenberg.org/cache/epub/21000/pg21000-images.html>. Acesso em: 14 fev. 2023.

GOLDBERG, Ilan. **Contrato de seguro D&O**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

GOMES, Orlando. **Transformações gerais do Direito das Obrigações**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1967.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: Comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

GONÇALVES, Diogo Costa. A Desconsideração da Personalidade Jurídica no Direito Comercial Português e Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. AZEVEDO, Luis Andre. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas**: Homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 913-944, v. 2.

GRAU, Eros. Os Conceitos Jurídicos e a Doutrina Real do Direito. In: **Revista da Faculdade de Direito**, São Paulo, n. 77, p. 221-234, 1982.

GREENHOW, Annete. The Statutory Business Judgment Rule: putting the wind into director's sails. **Bond Law Review**, v. 11, n. 1, article 4, jan 1999. Disponível em: <http://epublications.bond.edu.au/blr/vol11/iss1/4>. Acesso em: 15 mai. 2023.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 20, n. 42, p. 69-88, jun. 1981.

GUIMARÃES, Márcio Souza. Aspectos Modernos da Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica. **Revista da Emerj**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 25, p. 229-243, 2004. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/18337072.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2023.

GUSMÃO, Paulo Dourado. **Introdução à Ciência do Direito**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

Guth et. al. vs. Loft Inc. 5 A.2d 503, 23 Del. Ch. 255 (Delaware. 1939). Disponível em: <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4308>. Acesso em: 17 fev. 2023.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; SQUIRE, Richard. Law and the Rise of the Firm. **Harvard Law Review Association**, Cambridge, v. 119, n. 5, p. 1333-1403, mar. 2006.

HAURIOU, Maurice. **La Teoria de la Institucion y de la Fundacion**: Ensayo de vitalismo social. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1968, p. 40. Tradução de: Arturo Enrique Sampay.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Guia de Orientação para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria**. São Paulo: IBGC, 2009. Coordenação: Roberto Lamb e João Verner Juenemann. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/22122/Orientações%20Comitês%20de%20Auditoria%20caderno%207.pdf>. Acesso em: 20 set. 2019.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal Of Financial Economics**,

Rochester, v. 3, p. 305-360, jul. 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 15 mar. 2021.

KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach**. 2. ed. New York: Oxford University Press Inc., 2009.

KRAAKMAN, Reinier et. al. **A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional**. São Paulo: Editora Singular, 2018. Tradução de: Mariana Pargendler.

LACERDA, J.C. Sampaio de. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1978, v. 3.

LAMY, Eduardo de Avelar; LAMY, Anna Carolina Faraco. **Compliance Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Editora Singular, 2004, v. 2.

LOBO, Jorge. Desconsideração direta e inversa. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Edição Comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6404/1976, nov. 2016, p. 79-106.

LORIA, Eli. **Pareceres em Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Tradução de: Rachel Sztajn.

MANNE, Henry G.. Our Two Corporation Systems: law and economics. **Virginia Law Review**, Virginia, v. 53, n. 2, p. 259-284, mar. 1967. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1071435>. Acesso em: 04 jan. 2023.

MARTINS-COSTA, Judith. A obrigação de diligência: sua configuração na obrigação de prestar melhores esforços e efeitos do seu inadimplemento. **Católica Law Review**. v. 4, n. 2, p. 65-98, mai-2020. Disponível em: <https://doi.org/10.34632/catolicalawreview.2020.9321>. Acesso em 29 jan 2023.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 38 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

MICROSOFT NEWS CENTER. **Microsoft to acquire Nokia's devices & services business, license Nokia's patents and mapping services**. 2013. Disponível em:

<https://news.microsoft.com/2013/09/03/microsoft-to-acquire-nokias-devices-services-business-license-nokias-patents-and-mapping-services/>. Acesso em: 11 nov. 2022.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. . Brasília, Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2019.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo III. 4. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo XLIX. 3. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1984.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo LI, 3. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1984.

MORO, Sergio Fernando. Preventing Systemic Corruption in Brazil. In: Daedolus. v. 147, p. 157-168, 2018, Disponível em: <https://doi.org/10.1162/daed_a_00508>. Acesso em 28 set. 2022.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de informar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Importância da Sociedade Personificada, com Responsabilidade Limitada e Autonomia Patrimonial para o Desenvolvimento Econômico: o Ocaso de um Truismo. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). **A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional**: os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 105-116.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desconsideração da Personalidade Jurídica e Grupos de Sociedades. **Desconsideração da Personalidade Jurídica e Grupos de Sociedades**: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 134, p. 25-47, abr. 2004.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NUNES, Simone Lahorgue; BIANQUI, Pedro Henrique Torres. A desconsideração da personalidade jurídica: considerações sobre a origem do princípio, sua positivação e a aplicação no Brasil. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 299-328.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil**: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas. 2013. 414 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11092014-143912/publico/Tese_Erik_Oioli_versao_parcial.pdf. Acesso em: 2 jun. 2023.

OLIVEIRA, J. Lamartine Correia de. **A dupla crise da pessoa jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979.

PAOLINI, Adolfo; NAMBIAN, Deepak. **Directors' and Officers' liability insurance**. London: Informa, 2008.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jansen. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. v. 6. Coleção Tratado de Direito Empresarial (Modesto Carvalhosa).

PARGENDLER, Mariana. **A evolução do direito societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013.

PARGENDLER, Mariana. Apontamentos sobre a Desconsideração Regulatória da Personalidade Jurídica (*Veil Peeking*): Função e Critérios. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). **A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional**: os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 573-594.

PARGENDLER, Mariana. How universal is the Corporate Form? Reflections on the Dwindling of Corporate Attribures in Brazil. **Columbia Journal of Transnational Law**. V. 58, n. 1, Nova Iorque, p. 1-57, 2019. Disponível em: <https://static1.squarespace.com/static/5daf8b1ab45413657badbc03/t/5e3b861fd01ba765bb158bd2/1580959264350/%28e%29+Pargendler+%2858-1%29.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2023.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 953, p. 51-74, mar. 2015.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, v. 1.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PIMENTA, Raquel de Mattos. **Reformas Anticorrupção e Arranjos Institucionais**: o caso dos acordos de leniência. 2019. 255 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-31072020-140346/publico/4245348_Tese_Original.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

PORTO, Antônio José Maristrello. Princípios de análise do direito e da economia. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia

Regina Pinheiro. **Direito e economia**: diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 25-50.

PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. **Estudos empíricos sobre temas de direito societário**. São Paulo: Saraiva, 2012.

QUATTINI, Larissa Teixeira. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas**: estudo de casos. São Paulo: Saraiva, 2014.

RAMOS, Maria Elisabete Gomes. **O seguro de responsabilidade civil dos administradores**: entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura. Coimbra: Almedina, 2010.

RAMSAY, Ian M. Liability of Directors for Breach of Duty and the Scope of Indemnification and Insurance. **Company and Securities Law Journal**, v. 5, n. 3, p. 129-156, 1987. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019203. Acesso em: 25 jan. 2019.

REQUIÃO, Rubens. Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (disregard doctrine). Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 803, n. 1, p. 751-764, set. 2002. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5575535/mod_resource/content/0/05%20-%20Requi%C3%A3o%2C%20Abuso%20de%20direito%20e%20fraude%20da%20personalidade%20jur%C3%ADica.pdf. Acesso em: 10 fev. 2023.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 1995, v. 1.

REYES, Francisco. **Direito societário americano**: estudo comparativo. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIBEIRO, Marcia Clara Pereira; FUCKNER, Mariana Hofmann. O Objeto de Tutela dos Contratos de Indenidade: Análise do Ato Regular de Gestão e da Conduta Culposa do Administrador. In: RAMUNNO, Pedro L. (org.). **Contencioso Societário e Novas Perspectivas do Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 167-201.

RICE, Willy. Insurance Contracts and Judicial Discord Over Whether Liability Insurers Must Defend Insureds' Allegedly Intentional and Immoral Conduct: A Historical and Empirical Review of Federal and State Courts' Declaratory Judgments — 1900–1997. **American University Law Review**, v. 47, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2892353>. Acesso em: 2 jun. 2023.

ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 133. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes.

ROQUE, Pamela Romeu. **Governança corporativa de bancos e a crise financeira mundial**: análise comparativa de fontes do cenário brasileiro. São Paulo: Almedina, 2017.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade**. São Paulo: Almedina, 2014.

SALAMA, Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente Piccoli M. Dever de Diligência do Conselheiro de Administração: Lições da Jurisprudência Administrativa nas Companhias Abertas. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coords.). **Direito Empresarial Estudos Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 133-157.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Menos do que o dono, mais do que o parceiro de truco: contra a desconsideração da pj para responsabilização de procurador de sócio de empresa. **Revista DireitoGv**, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 329-358, jan-jun. 2015.

Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdireitogv/article/view/24005/22760>.

Acesso em: 10 nov. 2022.

SALAMA, Bruno. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros, 2014.

SALEILLES, Raymond. **De la personnalité juridique**: histoire et théories; vingt-cinq leçons d'introduction à un cours de droit civil comparé sur les personnes juridiques. 2. ed. Paris: Librairie Arthur Rousseau, 1922.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A culpa na responsabilidade civil: estrutura e função**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTr, 1996.

SCHUMPETER, Joseph A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper Perennial Modern Thought, 1950.

SILVA NETO, Orlando Celso da. Análise Econômica das Falências e Recuperações Judiciais. In: Yeung, Luciana (org.). **Análise econômica do direito: temas contemporâneos**. São Paulo: Actual, 2020, p. 508-543.

SILVA NETO, Orlando Celso da. Aspectos jurídicos pré-contratuais da concessão de crédito ao consumidor: existência de deveres acessórios complementares às obrigações genéricas previstas no Código de Defesa do Consumidor. **Revista de Direito do Consumidor**, São Paulo, v. 98/2015, p. 15-35, mar-abr. 2015.

SILVA, Alexandre Couto. Conflito de interesses: problemas de agência. In: SILVA, Alexandre Couto. **Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 19-60.

SILVA, Rafael Peteffi da. WALKER, Mark Pickersgill. *Punitive Damages*: características do instituto nos Estados Unidos da América e transplanta do modelo

estrangeiro pela jurisprudência brasileiro do Tribunal de Justiça de Santa Catarina. **Sequência**, Florianópolis, n. 74, p. 295-329, dez. 2016. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/seq/a/CB74rdVxpgddGSZBbnz9nDK/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 19 fev. 2023.

SILVA, Thiago José da. CAMARGO, André Antunes Soares de. Conselheiros Independentes: status e proposições. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Volume 1, p. 39-80, maio 2015.

SILVA, Victor Hugo Cunha; PRADO, Viviane Muller. Seguro D&O e *Enforcement* no Mercado de Capitais: Solução ou Obstáculo. In: RAMUNNO, Pedro L. (org.). **Contencioso Societário e Novas Perspectivas do Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 203-224.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SKEEL, David A. Icarus and American Corporate Regularion. In: *The Business Lawyer*. v. 61, p. 155-177, nov. 2005. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/40688340>>. Acesso em 23 set. 2022.

SOLEDADE, Durval. A Legalidade da Vinculação dos Administradores aos Acordos de Acionistas. In: CANTIDIANO, Maria Lucia et. al. (coord.). **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 303-356.

SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro. Direito Societário: Fundamentos. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). **A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 55-103.

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

STF decide que ação penal contra executivos da Vale por Brumadinho vai para Justiça Federal. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 17 dez. 2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2022/12/stf-decide-que-acao-penal-contra-executivos-da-vale-por-brumadinho-vai-para-justica-federal.shtml>. Acesso em: 10 jan. 2023.

SZTAJN, Rachel. Terá a Personificação das Sociedades Função Econômica? In: PERIN JR., Ecio et. al. **Direito Empresarial: Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado**. São Paulo: Método, 2005, p. 377-387.

SZTJAN, Rachel et. al. Contratos em Tempos de Covid-19. In: Yeung, Luciana (org.). **Análise econômica do direito: temas contemporâneos**. São Paulo: Actual, 2020, p. 205-238.

TAMASAUKAS, Igor Sant'Anna; BOTTINI, Pierpaolo Cruz. A controversa responsabilidade objetiva na Lei nº 12.846/2013. **Revista do Advogado**. 125, dez/2014, p. 125-137.

TERPINS, Nicole Mattar. **Responsabilidade administrativa dos administradores e do controlador**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). São Paulo: Malheiros, 2015.

THEODORO JUNIOR, Humberto. As Liminares e a Tutela de Urgência. **Revista da Emerj**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 17, p. 24-52, 2002. Disponível em: https://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista17/revista17_24.pdf. Acesso em: 13 fev. 2023.

TIMM, Luciano Beneti; GUARISSE, João Francisco Menegol. Análise Econômica dos Contratos. In: TIMM, Luciano Benetti (org.). **Direito e economia no Brasil: estudos sobre a análise econômica do direito**. 3. ed. Indaiatuba: Editora Foco, 2019, p. 157-177.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: Estrutura, Funções e Poderes, Responsabilidade dos Administradores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

TRAVASSOS, Alexandre Chede. Contratos de Indenidade: Aplicação e a Visão da CVM. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. AZEVEDO, Luis Andre. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 109-122, Volume II.

TREBILCOCK, Michael J. **The Limits of Contract**. Cambridge: Harvard University Press, 1993.

Um ano após Brumadinho, alta cúpula da Vale tenta se defender de acusações. **Estadão Conteúdo**, São Paulo, 20 jan. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/um-ano-apos-brumadinho-alta-cupula-da-vale-tenta-se-defender-de-acusacoes/>. Acesso em: 10 dez. 2022.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito; VILLAR, Luis Fernando Cunha. A importância dos Contratos de Indenidade no Ambiente Corporativo Brasileiro. In: In: CANTIDIANO, Maria Lucia et. al. (coord.). **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 205-223.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. AZEVEDO, Luis Andre. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 285-306. Volume II.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. A Business Judgment Rule. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 9, p. 29-56, jun. 2015.

VERRUCOLI, Piero. **Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella common Law e nella civil Law**. Milão: A. Giuffrè, 1964.

VIRGOLINO, Larissa Vince; COSTA, Luisa Nordskog. Responsabilidade Civil dos Administradores e Dever de Diligência: uma análise a partir do caso Brumadinho. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (org.). **Direito Societário e do Mercado de Capitais em Debate**: Barragens, Crise Ambiental e Responsabilidade. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 361-394.

WAISBERG, Ivo. Notas sobre a Desconsideração de Personalidade Jurídica no Código Civil com o Advento da Lei da Liberdade Econômica. A Reconstrução da Personalidade Jurídica. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). **A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional**: os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 555-571.

WALD, Arnaldo. Considerações sobre a Responsabilidade das Companhias Abertas no Direito Brasileiro. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Edição Comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6404/1976, p. 11-52, nov. 2016.

WALD, Arnaldo. **Curso de Direito Civil Brasileiro**: Introdução e Parte Geral. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. **O espetáculo da corrupção**: como um sistema corrupto e o modo de combatê-lo estão destruindo o país. Rio de Janeiro: Leya, 2018.

WIEDEMANN, Herbert. Excerto do “Direito Societário I: Fundamentos”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 624-639. Tradução de: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França.

WORMSER, Maurice. Piercing the Veil of Corporate Entity. **Columbia Law Review**, Nova Iorque, v. 12, n. 6, p. 496-518, jun. 1912. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1110931>. Acesso em: 07 fev. 2023.

YEUNG, Luciana L. Comportamento Judicial, Decisões Judiciais, Consequencialismo e “Efeitos Bumerangues”. In: YEUNG, Luciana. **Análise econômica do direito**: temas contemporâneos. São Paulo: Actual, 2020, p. 321-342.

YEUNG, Luciana. Empresas, consumidores e mercados: fundamentos. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro. **Direito e economia**: diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 115-144.

YOKOI, Yuki. Proteção excessiva. **Capital Aberto**, São Paulo, 1 nov. 2013. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/protecao-excessiva/>>. Acesso em: 19 set. 2019.

ZULHAFIZ, Wan M. An empirical study on the contractual risk allocation provisions and indemnity and hold harmless clauses in the oilfield service contracts in Malaysia. In: INTERNATIONAL CONFERENCE ON INTERDISCIPLINARY LEGAL STUDIES, 2015, Toronto. **Paper Proceedings**. Toronto: Unique Conferences Canada, 2015. p. 103-111. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2629810>>. Acesso em: 20 set. 2019.

ANEXO A – Parecer de Orientação CVM nº 38, de 2018



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 38, DE 25 DE SETEMBRO DE 2018.

Deveres fiduciários dos administradores no âmbito dos contratos de indenidade celebrados entre as companhias abertas e seus administradores.

1. Objeto deste Parecer de Orientação

Este Parecer cuida dos contratos de indenidade celebrados entre as companhias abertas e seus administradores¹, por meio dos quais as primeiras se comprometem a garantir o pagamento, reembolso ou adiantamento de recursos para fazer frente a determinadas despesas relacionadas a processos arbitrais, judiciais ou administrativos que envolvam atos praticados por seus administradores no exercício de suas atribuições ou poderes.

A depender de seus termos, os contratos de indenidade podem trazer um impacto patrimonial substancial para a companhia, em contraposição ao que ocorre nos contratos de seguro de responsabilidade civil, comumente conhecidos como “D&O”. Nestes, a companhia se obriga ao pagamento do prêmio, fixado na apólice de seguro, em contrapartida à indenização oferecida pela seguradora. No contrato de indenidade, conforme mostra a prática, a companhia assume parte do risco financeiro individual do administrador, relativo à investigação, acusação ou responsabilização da qual seja alvo, observados os termos e condições fixados no contrato.

Além disso, na hipótese de a realização dos desembolsos previstos nos contratos de indenidade depender de avaliação feita por órgão composto por administradores da própria companhia ou por pessoas sob sua influência, há razões para se identificar risco de atuação de tais pessoas em conflito de interesses, seja na definição dos termos do contrato, seja nas tomadas de decisão relativas aos desembolsos.

¹ Este Parecer trata especificamente da relação entre as companhias abertas e seus administradores, no tocante aos contratos de indenidade, bem como aos membros de comitês estatutários aos quais se aplicam os deveres e responsabilidades de administradores, nos termos do art. 160 da Lei nº 6.404/76. Não obstante, reconhecemos a possibilidade de companhias decidirem celebrar esses contratos com outros ocupantes de cargo ou função na companhia, hipótese na qual entendemos também se aplicarem as recomendações aqui contidas, no que couber.

Ao mesmo tempo em que reconhece o valor do contrato de indenidade como instrumento para a atração e retenção de profissionais qualificados, a CVM considera que os administradores de companhias abertas têm uma função importante a cumprir em relação a tais instrumentos², de forma a zelar para que sejam elaborados e executados em conformidade com os deveres fiduciários que a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, atribui aos administradores de sociedades anônimas, em especial aqueles refletidos em seus artigos 153, 154, 155 e 156.

A fim de garantir o cumprimento desses deveres, a CVM recomenda a adoção de regras e procedimentos que mitiguem os riscos de conflito de interesses inerentes a esse tipo de contratação e que confirmem o necessário equilíbrio entre, de um lado, o interesse da companhia de proteger seus administradores contra riscos financeiros decorrentes do exercício de suas funções, no âmbito de processos administrativos, arbitrais ou judiciais e, de outro, o interesse da sociedade de proteger seu patrimônio e de garantir que seus administradores atuem de acordo com os padrões de conduta deles esperados e exigidos por lei.

Este Parecer de Orientação não pretende esgotar todas as matérias relacionadas aos contratos de indenidade, mas apenas orientar os administradores e o mercado em geral a respeito de algumas questões importantes relacionadas ao processo de elaboração, aprovação e execução de tais contratos.

2. Atos e despesas passíveis de indenização

A CVM não vê óbice legal à previsão, em contrato de indenidade, do direito a indenização em favor dos administradores por despesas sofridas em razão de seu cargo ou função. Não obstante, a concessão de indenização aos administradores com base no contrato de indenidade não deve ocorrer em todos os casos, como, por exemplo, naqueles em que não tiverem sido observados os padrões de conduta legais a que estão sujeitos.

Nesse sentido, entende-se que não são passíveis de indenização, entre outras, as despesas decorrentes de atos dos administradores praticados:

- a) fora do exercício de suas atribuições;
- b) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou
- c) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse social da companhia³.

A CVM recomenda que as excludentes estejam previstas no contrato de indenidade e, uma vez que o administrador solicite algum desembolso por parte da companhia, a aferição sobre sua incidência no caso concreto ocorra anteriormente a qualquer decisão sobre sua concessão.

² É possível que se opte por incluir os termos e condições usualmente constantes em contratos de indenidade em outros instrumentos como, por exemplo, no estatuto social, em regimento interno ou em política da companhia sobre o tema. Nessa hipótese, também se aplicam as orientações contidas neste Parecer.

³ Aqui incluídos os valores relativos a indenizações decorrentes de ações de responsabilidade previstas no art. 159 da Lei nº 6.404, de 1976, ou ao ressarcimento dos prejuízos de que trata o art. 11, § 5º, II da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

Agindo dessa forma, as companhias evitam a criação de incentivos para que administradores pautem suas condutas em desacordo com padrões refletidos na Lei nº 6.404, de 1976.

O contrato de indenidade pode prever o adiantamento de despesas aos seus beneficiários – por exemplo, daquelas relativas à defesa dos administradores em processos em curso. Nesses casos, é esperado que o órgão responsável pela análise em tela decida, ao analisar o pedido de adiantamento, com base no conjunto fático-probatório disponível no momento da deliberação sobre sua concessão.

Destaca-se que, por um lado, eventual decisão preliminar pelo não adiantamento ao administrador não vincula novo juízo a ser realizado pelo órgão competente após o final do processo, destacadamente em caso de absolvição. Por outro, caso a companhia delibere pelo adiantamento de despesas antes de decisão final no âmbito arbitral, judicial ou administrativo, o administrador estará obrigado a devolver os valores adiantados nos casos em que, após tal decisão, restar comprovado que o ato praticado pelo administrador não é passível de indenização nos termos deste Parecer ou do respectivo contrato de indenidade.

Finalmente, é importante que, ao estabelecer os termos e condições dos contratos de indenidade, seja feita a devida reflexão a respeito da abrangência da cobertura que será oferecida aos administradores, de forma a evitar que um instrumento legítimo de atração e retenção de executivos ganhe feições de blindagem para condutas não condizentes com o grau de zelo que se exige de cada integrante da administração.

3. Decisão sobre a concessão de indenização

Dados os riscos de conflito de interesses inerentes aos contratos de indenidade, para cumprir com seus deveres fiduciários, os administradores devem zelar para que a companhia desenvolva procedimentos aptos a garantir que as decisões que autorizam o dispêndio de recursos sejam tomadas com independência e sempre no melhor interesse da companhia.

Em função disso, a administração da companhia deve se certificar de que o contrato inclua regras claras e objetivas, especificando:

- a) o órgão da companhia que será responsável por avaliar se o ato do administrador se enquadra em alguma das excludentes de que trata o item 2 deste Parecer; e
- b) os procedimentos que serão adotados para afastar a participação dos administradores cujas despesas poderão vir a ser indenizadas no processo de avaliação de que trata o item ‘a’ acima, nos termos do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976.

As decisões que autorizarem o dispêndio de recursos com base no contrato de indenidade devem considerar a razoabilidade dos valores envolvidos, assim como todas as informações necessárias e disponíveis no momento para avaliar a adequação da concessão de indenização. Os administradores devem se assegurar de que a companhia adotou procedimentos apropriados para garantir a adequada formalização do processo decisório, incluindo os motivos pelos quais se entendeu que o ato do administrador era passível de cobertura.

Caberá aos administradores avaliar, no caso concreto, a existência de conflito de interesses e a necessidade de adoção de procedimentos adicionais para proteger a independência das deliberações sobre a indenização, bem como garantir que sejam tomadas no interesse da companhia.

Além de outros casos em que a companhia julgue pertinente, a CVM entende que procedimentos adicionais de governança que reforcem a independência das decisões, bem como sua orientação no interesse da companhia – como o encaminhamento para deliberação em assembleia geral –, devem ser considerados nas situações em que: (i) mais da metade dos administradores sejam beneficiários diretos da deliberação sobre o dispêndio de recursos; (ii) houver divergência de entendimento sobre o enquadramento do ato do administrador como passível de indenização; ou (iii) a exposição financeira da companhia se mostre significativa, considerando os valores envolvidos.

4. Termos e condições do contrato

Os riscos de conflito de interesses e o impacto que os contratos de indenidade podem causar ao patrimônio da sociedade impõem à administração da companhia o dever de assegurar que os termos e condições propostos no contrato de indenidade sejam adequadamente divulgados, de modo que os acionistas possam avaliar as possíveis consequências patrimoniais para a companhia, e, conforme o caso, tomar as providências que entenderem cabíveis a respeito.

Nesse tocante, a CVM considera que o envolvimento dos acionistas na decisão sobre a celebração de contratos de indenidade – por meio, por exemplo, da inclusão de disposição estatutária que autorize a companhia a indenizar seus administradores ou da submissão dos termos e condições gerais da minuta do contrato à assembleia geral – tem o potencial de mitigar as preocupações mencionadas no parágrafo anterior.

Adicionalmente, a CVM recomenda que, no mínimo, as seguintes informações sejam divulgadas pela companhia:

- a) se há previsão estatutária sobre a indenidade e, em caso afirmativo, seus termos;
- b) se o contrato terá que prever valor-limite para a indenização oferecida e, em caso positivo, qual é esse valor;
- c) o período de cobertura que poderá ser abrangido pelo contrato;
- d) os administradores que poderão celebrar contrato de indenidade com a sociedade;
- e) as hipóteses excludentes do direito à indenidade;
- f) os tipos de despesa que poderão ser pagas, adiantadas ou reembolsadas com base no contrato; e
- g) os procedimentos relativos às decisões quanto ao pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas decorrentes do compromisso de indenidade, indicando: (i)

órgão da companhia que será responsável pelas decisões referentes à sua concessão; e (ii) as regras e os procedimentos que serão adotados para mitigar conflitos de interesses, garantir a independência das decisões e assegurar que sejam tomadas no interesse da companhia.

A CVM considera desejável que a celebração de um contrato de indenidade seja respaldada por prévio parecer circunstanciado elaborado pela Diretoria e aprovado pelo Conselho de Administração, em que se descreva os fundamentos pelos quais os órgãos entendem que os termos e condições fixados no contrato mitigam os riscos de conflito de interesses inerentes a esse tipo de contratação e equilibram os interesses da companhia em jogo.

Depois de assinados, recomenda-se, ainda, que os contratos de indenidade, seus aditivos e eventuais outros documentos que também reflitam os termos e condições aplicáveis ao regime de indenidade – como atas – sejam encaminhados, em até 7 (sete) dias úteis a contar da data de sua assinatura, ao sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

Enquanto não houver disposição específica na regulamentação da CVM, as companhias devem disponibilizar os documentos e informações mencionados nos parágrafos anteriores conforme orientação a ser expedida pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), cabendo ressaltar que já foi criada a categoria “Contratos de Indenidade”, no Módulo IPE do Sistema Empresas.NET, para o envio dos referidos contratos.

5. Aplicação e efeitos deste Parecer de Orientação

O cumprimento formal das orientações contidas neste Parecer de Orientação não afasta a possibilidade de responsabilização dos administradores caso se verifique, na supervisão de casos concretos, que sua atuação não atendeu às finalidades e aos objetivos regulatórios aqui especificados.

Por fim, na aplicação deste Parecer, a CVM observará, quando aplicável, o art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação, e do Decreto-lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterado pela Lei nº 13.655, de 25 de abril de 2018, que dispõe sobre segurança jurídica e eficiência na criação e na aplicação do direito público.

Aprovado pelo Colegiado em reunião no dia 29 de agosto de 2018.

Original assinado por
MARCELO BARBOSA
Presidente