

SUMÁRIO
GRAVADO

Coordenadores

Ecio Perin Junior

Daniel Kalansky

Luis Peyser

**DEMAREST
& ALMEIDA**
ADVOGADOS
BIBLIOTECA
São Paulo

DIREITO EMPRESARIAL

Aspectos atuais de Direito
Empresarial brasileiro e comparado

Estudos realizados em comemoração ao primeiro ano de atividades
do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial - ITRADEMP



00333510000001

Direito empresarial: aspectos

347.72.01 P522d 2005

EDITORIA
EMÉTODO

SÃO PAULO

© EDITORA MÉTODO

Rua Conselheiro Ramalho, 685
Tel.: (11) 3289-1366 – Fax: (11) 3262-4729
01325-001 — Bela Vista — São Paulo - SP
metodo@editorametodo.com.br

Capa: Marcelo S. Brandão

Visite nosso site: www.editorametodo.com.br

ISBN 85-7660-064-1

Todos os direitos reservados. Nos termos da Lei que resguarda todos os direitos autorais é proibida a reprodução total ou parcial de qualquer forma ou por qualquer meio, eletrônico ou mecânico, inclusive através de processos xerográficos, fotocópia e gravação, sem permissão por escrito do autor e do editor.

Impresso no Brasil
Printed in Brazil
2005

O DEVER FIDUCIÁRIO DOS ADMINISTRADORES E O PRINCÍPIO DA ADMINISTRAÇÃO RESPONSÁVEL NA LEI DE SOCIEDADES POR AÇÕES DOS EUA

WILLIAM T. ALLEN

William T. Allen detém a cátedra Jack Nusbaum para Direito e Negócios no Centro de Direito e Negócios da Universidade de Nova Iorque e é consultor do escritório de advocacia Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, em Nova Iorque. De 1985 a 1997, atuou como juiz do Tribunal de Equidade (*Chancery*) do Estado de Delaware.

BEATRIZ FRANCO

Bacharel pela Pontifícia Universidade Católica – PUC e completou o LLM pela Escola de Direito da Universidade de Nova Iorque. A autora também completou MBA em Finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC – e atualmente é advogada no escritório Simpson Thatcher & Bartlett, de Nova Iorque, especializando-se em Direito Societário e do Mercado de Capitais.

O principal objetivo das normas relativas à organização de empresas é facilitar a prática de decisões sociais espontâneas que produzam riqueza. Facilitar a produção privada de riqueza é, por sua vez, a missão fundamental de cada governo democrático, uma vez que, na presença de maior riqueza, um padrão de vida mais elevado pode ser desfrutado pelos cidadãos. Desse modo, a eficiência e a eficácia das normas que regem a organização de empresas representam uma questão de relevância pública.

Dado que todos os empreendimentos, à exceção dos mais simples, exigem o emprego de diversos tipos de recursos por um período indeterminado de tempo, as normas relativas à organização de empresas, que ajudam a definir os termos de tais relações, podem ser compreendidas como um desdobramento da legislação relativa a contratos de longo prazo. O sistema normativo incidente sobre a organização de empresas funciona bem quando é capaz de reduzir os mais variados obstáculos com os quais os empreendedores são confrontados, ao firmarem contratos de longo prazo. São diversos os possíveis obstáculos ao comprometimento de recursos em relações econômicas e continuadas (*e.g.* as empresas), mas um gênero especial de impedimentos deriva do risco de uma contraparte contratual agir de modo desleal.

O sistema normativo é essencial porque existem custos envolvidos na aquisição de informação, sendo esta, portanto, um bem escasso, e também porque os indivíduos tendem a agir de modo oportunista. Uma parte, ou mesmo a maioria, das pessoas costuma se aproveitar das oportunidades que surgem com o conhecimento de novas informações. Como consequência, contratar é assumir riscos e contratos de longo prazo, como as empresas, são especialmente arriscados. Logo, um dos principais objetivos das normas atinentes à organização de empresas deveria ser entendido como a proteção da parte contratante que deve adimplir com suas obrigações antes que se exija a atuação da outra parte, uma vez que é o primeiro agente quem enfrenta o maior risco de aproveitamento oportunista pela sua contraparte.

No âmbito empresarial, as partes mais vulneráveis são os acionistas que empregam seus recursos na aquisição de participação no capital de uma sociedade antes que seus administradores apresentem resultados. Uma das maneiras por meio das quais o sistema legal pode auxiliar as partes contratantes a concluir avenças, nas situações em que suas possibilidades de prever a futura condição dos negócios é limitada, é o estabelecimento de uma regulação *ex post*. Em outras palavras, o sistema legal pode conter meios de adiar a definição e o cumprimento de obrigações legais da parte contratante para um momento futuro, quando mais informações relevantes estarão disponíveis.

Na medida em que os contratantes possam contar com o fato de que o sistema legal “fará a coisa certa” (ou exigirá que a outra parte o faça), quando ainda não podem prever os resultados de determinadas circunstâncias, sendo assim incapazes de dispor a respeito de alguns dos eventos futuros, as partes estarão mais propensas a firmar contratos úteis que exijam uma “confiança”. Este, em termos gerais, é o papel do chamado “dever fiduciário” (*fiduciary duty*) do Direito Anglo-Americano. Ainda que certamente existam outras e talvez melhores formas de produzir tal confiança (como a formação de uma reputação ou a recorrência nas transações, por exemplo), no vasto e imenso mercado de capitais dos Estados Unidos, o dever fiduciário funciona positivamente, mesmo que de modo imperfeito.

O dever fiduciário possui duas facetas: o dever de cuidado e atenção e o dever de lealdade. No presente estudo, desejamos abordar o papel do dever fiduciário de cuidado e as dificuldades por ele geradas em face da Lei de Corporações dos EUA. Buscaremos explicar, outrossim, o princípio da administração responsável (*business judgment rule*), nos termos da Lei de Sociedades Anônimas dos EUA, como uma tentativa de mitigar as dificuldades criadas pela existência do dever fiduciário de cuidado, demonstrando ainda uma erosão de sua efetividade, ao menos em algumas áreas centrais de atuação. Iniciamos, contudo, situando o sistema de governança corporativa dos EUA, bem como os problemas com os quais este tem de lidar, dentro de um quadro comparativo.

1. UMA INTRODUÇÃO: UM QUADRO COMPARATIVO SOBRE AS NORMAS DE ORGANIZAÇÃO EMPRESARIAL E A NATUREZA DO PROBLEMA-CHAVE EM SISTEMAS CENTRADOS NO MERCADO DE CAPITAIS

1.1 Governança corporativa nos Estados Unidos. No que tange à organização interna do tratamento legal destinado aos empreendimentos de larga escala, em diferentes ordenamentos nacionais, existem tanto relevantes semelhanças quanto diferenças críticas. Possivelmente, a origem primordial para as diferenças de abordagem entre os di-

versos sistemas legais, em relação à governança corporativa, reside nas distintas técnicas utilizadas pelas diferentes economias para reunir e empregar capitais para o desenvolvimento das organizações empresariais. Sob um relevante aspecto, a maneira pela qual a economia (e a ordem jurídica) determina a alocação de excedentes na forma de investimento define o problema central com o qual as normas atinentes à governança corporativa terão de lidar.

Por mais de um século, nos Estados Unidos, os mercados abertos de capitais foram a principal fonte de capital – tanto em termos de participação societária direta quanto de empréstimos – para empreendimentos de grande escala. Em um sistema de governança corporativa centrado no mercado de capitais, as normas devem enfrentar três principais problemas. O primeiro problema consiste em como, de modo razoável, assegurar a integridade e completude da informação pública atinente aos valores mobiliários que são vendidos no mercado. Informação de alta qualidade é essencial em um sistema dessa natureza, não simplesmente como resultado de um senso de justiça para com os investidores, mas com igual relevância para que os preços dos valores mobiliários possam refletir corretamente os riscos e os ganhos potenciais do investimento. A correta formação de preços, por sua vez, é essencial para que a alocação de excedentes de poupança promova a eficiência da economia.

O segundo principal problema em um sistema centrado no mercado de capitais diz respeito à estrutura e funcionamento do mercado em si. Essas dificuldades envolvem desde a regulação de reservas bancárias e políticas de concessão de empréstimos até as regras que tratam do fechamento de operações com valores mobiliários e da integridade de corretores e negociadores de tais títulos. No sistema dos Estados Unidos, essas questões estão sujeitas, sobretudo (mas não exclusivamente), a normas federais positivadas julgadas (*positive law*), cuja implementação é supervisionada pelo órgão federal *Securities and Exchange Commission*.

O terceiro problema com o qual um sistema centrado no mercado de capitais tem de lidar tem relação com a governança interna das sociedades que emitem os valores mobiliários. Ou seja, diz respeito às relações jurídicas entre acionistas, Conselho de Diretores e alta Diretoria. Nos Estados Unidos e, em certa medida, em todas as jurisdições em que vigora o *common law*, o ordenamento positivo que estabelece as estruturas internas de governança corporativa tem sido tradicionalmente muito flexível e permissivo.¹ O sistema legal do Estado de Delaware, marco normativo sob o qual está constituída a maior parte das companhias de capital aberto dos EUA, tem como filosofia de sua legislação sobre organização de empresas a atribuição de amplas competências e grande espaço de decisão para os particulares (princípio de delegação de competências). Ou seja, com relativamente poucas exceções, as partes que constituem uma companhia (e que, posteriormente, venderão os respectivos valores mobiliários por meio

¹ A promulgação da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, federalizou algumas questões de governança corporativa interna. *Vide* Sarbanes-Oxley Act, 2002, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745. Por exemplo, a nova legislação exige a certificação da qualidade dos controles internos da companhia por auditores independentes (art. 404) e determina o controle e certificação, pelo Diretor Presidente, de seus demonstrativos financeiros (art. 304). Essas reivindicações de autoridade, contudo, não têm um impacto relevante (pelo menos até o momento) sobre a competência dos estados membros para regular as questões internas das companhias, nos EUA.

de oferta pública de ações) têm liberdade para implementar quaisquer estruturas de governança corporativa que entendam adequadas ao empreendimento. A estrutura de capital, por exemplo, pode incluir ações ordinárias de diferentes classes com distintas prerrogativas de voto, ou ainda sem direito de voto. O Conselho de Administração pode ser composto por apenas um indivíduo, se assim for desejado, e pode ser atribuída aos próprios administradores a possibilidade de expandir o número de vagas. Em geral, existe grande abertura e flexibilidade no desenvolvimento da estrutura interna de governança corporativa.

Uma característica extremamente importante dos sistemas centrados no mercado de capitais é o fato de que, neles, o benefício da diversificação de risco tenderá a estar à disposição do capital acionário a um baixo custo. Como consequência, os investidores em capital acionário tendem a se aproveitar dessa possibilidade e, tipicamente, mantêm percentuais relativamente pequenos de ações representativas do capital social de cada companhia emissora. A proteção que resulta da diversificação não apenas representa um relevante atrativo para os investidores, mas também implica grande benefício para a economia com um todo. Ao fornecer uma proteção contra o risco por meio da diversificação, o sistema permite que os proprietários de recursos exponham seu capital a um risco econômico mais elevado do que, de outro modo, estariam dispostos a fazer, mantidos os mesmos preços (ou taxas de retorno). Desse modo, a pouco custosa e eficiente diversificação do risco acarreta o efeito sistêmico de redução do custo de capital da economia.

A referida vantagem, contudo, possui uma contrapartida. O principal problema no que tange ao gerenciamento de questões internas, com o qual as normas de um sistema centrado no mercado de capitais têm de lidar, é um reflexo desse grande benefício. Trata-se de uma dificuldade conhecida pelos economistas como o “problema da representação” (*agency problem*), ou seja, dos custos gerados pelos conflitos de interesse entre administradores e acionistas. De modo a alcançar os benefícios da diversificação a baixos custos, os vários investidores tendem a se tornar titulares de participações pequenas demais em cada sociedade para que seja economicamente racional o emprego substancial de tempo, empenho e dinheiro na supervisão direta dos atos dos principais administradores da companhia emissora. Qualquer benefício que possa derivar da atividade de monitoramento seria necessariamente dividido entre todos os acionistas, sendo proporcionalmente muito pouco aproveitado pelo investidor que arcou com os custos da supervisão. Conseqüentemente, os investidores em tal sistema tendem à passividade enquanto os administradores, os “representantes”, exercem suas prerrogativas sem fiscalização, ao menos no curto prazo. Nessas circunstâncias, a administração pode tender, no limite, a ser indolente e auto-indulgente, de uma forma ou de outra.

Nos Estados Unidos, existem diversos limites e controles para este custo. O mercado apresenta, por si só, alguns mecanismos de controle. Os preços dos produtos no mercado, por exemplo, constituem um teto para o descaso dos administradores ou para as suas negociações em interesse próprio. Porém, sob a perspectiva de um investidor, trata-se de um controle insuficiente. A possibilidade de aquisição de controle no mercado aberto, contrariamente aos interesses da administração (*hostile takeover*) – e o conseqüente temor de que ela ocorra –, também significa um poderoso mecanismo de controle da extensão dos “custos transacionais de representação” (*agency costs of management*) que podem ocorrer. Planos de benefício para os administradores bem

estruturados podem também ajudar a mitigar o problema (ainda que a estruturação de tais planos seja difícil e tenha o condão de criar problemas, tão facilmente quanto pode resolvê-los). A forma mais puramente jurídica de controle de custos transacionais de representação excessivamente altos é, possivelmente, a exigência judicial do respeito a um “dever de confiança”,² conforme construído pela jurisprudência.

Conforme indicamos sucintamente, acima, esse dever, que se aplica tanto a aos membros do Conselho quanto aos diretores, possui dois componentes: o assim designado dever de lealdade e o dever de cuidado ou atenção. Neste breve ensaio, buscaremos explicar os complexos mecanismos do dever fiduciário dos administradores de companhias, demonstrando como, no ordenamento dos EUA, uma outra criação jurídica – a regra da decisão empresarial – evoluiu como uma tentativa de mitigar os custos que a implementação do próprio princípio do dever fiduciário pode ensejar. Na reflexão sobre este tema, opta-se por uma perspectiva funcionalista das normas, na qual se busca determinar o *efeito* das regras jurídicas, conduzindo uma análise crítica daquelas que não promovem a realização dos valores sociais considerados desejáveis. O valor que, conforme nosso entendimento, justifica a regulamentação das formas de organização das empresas é a eficiência econômica, entendida como a produção de um nível ideal de riqueza social a partir de determinados recursos limitados.

1.2 Governança corporativa na América Latina e em outras economias. Outros sistemas que usam técnicas distintas para a alocação de capitais enfrentarão problemas de governança corporativa com outras características. Na América Latina, a maioria das grandes empresas é marcada por uma grande concentração de participação societária, geralmente nas mãos de grupos familiares. Grandes grupos econômicos também exercem um importante papel na economia. De fato, ante a ausência de um mercado de capitais eficiente, esses grupos representam uma das formas por meio das quais se pode obter algum grau dos benefícios de diversificação dos investimentos. Esses grupos geralmente são titulares de participações em atividades econômicas não relacionadas entre si, aplicando recursos de um determinado ramo para o crescimento de suas atividades em outros. As vantagens que decorrem dessa estrutura compreendem a existência de uma supervisão ativa, conduzida por investidores informados, bem como a pronta e óbvia fonte de apoio financeiro para a companhia, durante períodos críticos. Além disso, nesse tipo de sistema, estando a administração da companhia livre das pressões do mercado de capitais (o qual se pautaria, segundo alguns analistas, apenas por perspectivas de curto prazo), torna-se possível a adoção de uma visão mais voltada a questões de longo prazo, no que diz respeito aos planos de crescimento.

Não obstante, os fatos que permitem que tal sistema evite os custos de transação decorrentes dos conflitos de interesse entre os administradores e os acionistas (ou seja, o *agency problem*) – o que é, presumivelmente, uma vantagem – também podem ensejar

² O cumprimento desses deveres pode ser exigido, no sistema legal dos EUA, diretamente pelos acionistas, em nome e para o benefício da companhia. Tais demandas são denominadas “ações derivativas” (*derivative suits*) e estão sujeitas a uma série de pré-requisitos para que possam ser apreciadas por um tribunal. *Vide* as Normas Federais de Processo Civil, 23.1. Lides derivativas são uma importante parte da implementação do Direito Societário, nos EUA, mas a sua discussão foge ao escopo deste estudo.

efeitos negativos. Primeiramente, esse sistema não é capaz de criar estímulos para a formação de uma classe gerencial moderna, uma questão que é entendida por alguns estudiosos como um passo crítico no desenvolvimento econômico dos EUA, um século atrás.³ Uma outra e, possivelmente, mais evidente deficiência de qualquer sistema com sócios controladores poderosos é o risco de abuso em relação aos interesses de sócios minoritários.

Sem sólidos mecanismos de proteção legal – tais como a possibilidade de exigir judicialmente o respeito ao dever fiduciário – tais sistemas desencorajarão investimentos por parte de sócios minoritários. A principal debilidade do sistema de financiamento familiar ou por grandes grupos é, portanto, sua relativa incapacidade de atrair novos capitais para investimento.

Em face dessas implicações, os países da América Latina tomaram importantes medidas no sentido de desenvolver seus sistemas de governança corporativa. A partir do final da década de 1980 e durante os anos 90, tais países promoveram a privatização de companhias estatais e estão paulatinamente desmembrando e separando os grupos industriais existentes. Mais recentemente, foram tomadas algumas medidas focadas na construção de um sistema de melhores práticas de governança, tal qual a iniciativa da Bovespa, no Brasil, com o “Novo Mercado”. Essas mudanças demonstram que as economias da América Latina estão buscando o desenvolvimento de sistemas mais voltados para o mercado de capitais. Em um sistema com novas feições, companhias nacionais carentes de investimentos adicionais não estariam tão fortemente compelidas a negociar valores mobiliários em mercados estrangeiros. Adicionalmente, pequenos investidores não-institucionais do país teriam a oportunidade de diversificar o risco de suas aplicações, ao mesmo tempo em que investiriam na economia nacional.

Conforme as mudanças ocorrem, as instituições jurídicas aptas a fomentar essa evolução tornam-se uma questão de maior interesse público. Ainda que não sendo perfeito, de forma alguma, o modelo dos Estados Unidos, cujos mercados de capitais e mecanismos de regulação de questões internas das companhias foram desenvolvidos há mais tempo, podem oferecer informações úteis.

Em outros sistemas, como em determinadas jurisdições da União Européia, os intermediários financeiros – principalmente bancos e companhias seguradoras – têm tradicionalmente representado a forma dominante para a alocação de capitais. Em um sistema com tal natureza, o problema dos custos derivados dos conflitos de interesse entre administradores e acionistas será presumivelmente menos relevante. Contudo, será mais difícil alcançar a diversificação do risco com as referidas estruturas. Esses sistemas podem, portanto, vivenciar, *ceteris paribus*, um custo mais elevado de capital (e, como resultado, menor grau de inovação). Na União Européia, tem havido ultimamente um crescimento substancial no mercado acionário, bem como a difusão da cultura de investimento em ações.

Finalmente, nas economias socialistas, o Estado em si reúne os capitais por meio de sua propriedade dos meios de produção, distribuindo-o a usuários concorrentes ou a administradores estatais. Nesses sistemas, os problemas de governança são diversos

³ Vide Alfred D. Chandler, Jr., *The Visible Revolution, The Managerial Revolution In American Business*, Cambridge: Belknap, 1977.

e graves. O “agente” encarregado da destinação dos capitais será um representante político, sem qualquer interesse econômico pessoal legítimo na produtividade do investimento efetuado. Por conseguinte, as preocupações políticas e os subornos tendem a ser maiores nesses sistemas e é menos provável que ocorra a alocação eficiente dos recursos. Ademais, tal como ocorre em sistemas focados no mercado de capitais, as estruturas de administração centralizadas (que são igualmente necessárias nas economias socialistas em função do nível de tecnologia utilizada) não estão sujeitas a monitoramento *in loco* e, assim, haverá alguma forma de manifestação do “problema da representação”. Entretanto, mesmo essa dificuldade tenderá a ser mais séria nas economias socialistas do que nos sistemas centrados no mercado de capitais, posto que, nas primeiras, não existe a possibilidade de ocorrerem aquisições de controle contrárias aos interesses dos administradores ou daqueles acionistas que os nomearam. Tampouco existirão, em tal contexto, acionistas em condições de deliberar a destituição de administradores incompetentes. Nesse sentido, da perspectiva das normas que regem a organização de empresas, os sistemas socialistas são claramente aqueles que oferecem o pior conjunto de incentivos.

Este estudo, voltado para leitores brasileiros interessados em questões jurídicas e financeiras atinentes à organização de empresas, aborda um importante aspecto do sistema de governança corporativa do mercado de capitais dos Estados Unidos: a razão de ser e a forma de implementação do dever fiduciário de cuidado ou atenção de um administrador, bem como o modo por meio do qual seus custos potenciais são gerenciados pela assim chamada regra da decisão empresarial. A perspectiva adotada é funcionalista. Buscamos avaliar a sensatez de estruturas ou regras de governança corporativa sob a luz do pensamento ora desenvolvido no sentido de que tais normas almejam a eficiência econômica.

2. O DEVER FIDUCIÁRIO DE ATENÇÃO E CUIDADO, SOB A LEGISLAÇÃO DOS EUA

A legislação societária dos Estados Unidos – notadamente as leis e os dispositivos estaduais que autorizam indivíduos a constituir pessoas jurídicas e a definir suas características – exerce um papel importante, não obstante polêmico, na economia. Ela contribui para o bem-estar social na medida em que permite a realização de inúmeras transações, por meio da disponibilidade de estruturas societárias (relativamente) pouco custosas, facilitando a coordenação de interesses de diversas pessoas em uma dada atividade econômica. Porém, nos Estados Unidos, os estatutos e os diplomas legais não representam a parte mais importante da regulação das questões internas de uma companhia. Os tribunais dos Estados Unidos exercem um papel muito ativo. Sob a égide da filosofia da delegação de competências (*enabling*), que prevalece nas regras estadunidenses a respeito dessa matéria, exige-se dos tribunais o preenchimento de grandes “lacunas” no que tange à definição de deveres, em função de questões que necessariamente foram deixadas em aberto, no momento de constituição da sociedade, e que não são abordadas pela legislação. No preenchimento das referidas lacunas, os tribunais dos Estados Unidos empregam um antigo corpo de normas que tratam das relações fiduciárias.

O Direito Societário dos Estados Unidos põe à disposição da defesa dos interesses dos acionistas três principais fontes de proteção, em termos de Direito Privado: o direito

de votar com suas ações, o direito de vender todas as prerrogativas associadas à sua participação societária, sem o consentimento da companhia ou dos demais proprietários, e, em terceiro lugar, o direito de exigir, em juízo, a prestação de contas dos administradores, na condição de “fiduciários”. O respeito a essas prerrogativas pode ser alcançado principalmente por meio de demandas judiciais iniciadas diretamente por acionistas. O dever fiduciário (*fiduciary duty*) pode ser considerado importante na medida em que (1) propicia uma base para que os acionistas possam pleitear o ressarcimento da companhia pelo desvio de recursos resultante de atos impróprios praticados pelos administradores; (2) assegura a manutenção do direito de votar ante possíveis manipulações que poderiam neutralizá-lo⁴ e (3) protege a viabilidade de aquisições de controle contrárias ao interesse dos administradores em cargo, ante possíveis manobras desses últimos no sentido de preservar o *status quo*.⁵ Além do dever fiduciário, existe ampla regulamentação a respeito da divulgação de fatos, disciplinada principalmente pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, que também oferece proteção à efetividade do direito de voto e à viabilidade do mecanismo de aquisição involuntária (*hostile takeover*).

2.1 Uma descrição geral dos deveres fiduciários. É útil para a compreensão da natureza dos deveres fiduciários algum conhecimento a respeito da História do Direito Inglês e da distinção criada, como um resultado desse mesmo processo histórico, entre o campo dos direitos e deveres legais (*realm of legal rights and duties*) e o campo dos direitos e deveres baseados na equidade (*equitable rights and duties*). Em certo sentido, essa questão histórica foge ao escopo deste artigo. Para nossos objetivos, basta simplesmente salientar que, em jurisdições estruturadas a partir do Direito Inglês, um fiduciário (*fiduciary*) está obrigado (em face de determinadas pessoas, os beneficiários) a *cumprir determinados deveres baseados no sistema da equidade, em acréscimo às obrigações legalmente impostas a todos os cidadãos*. É da essência de tais deveres que eles possam implicar restrições ao exercício de prerrogativas que, de outro modo seriam legítimas e que um tribunal julgando uma causa com base na equidade possa estabelecer a execução específica de uma obrigação de tal natureza.

Os deveres fiduciários, no *common law*, podem ser concebidos como *obrigações construídas jurisprudencialmente*, imponíveis àqueles que concordam em ter, e exercem, alguma forma de titularidade ou controle sobre uma propriedade, nos termos de um compromisso por meio do qual se estabelece que o controle será exercido apenas para o benefício de outros. Tais deveres podem ainda ser oponíveis a pessoas que concordam em ter acesso a determinadas informações como parte de uma relação de confiança e dependência, estabelecida exclusivamente para o benefício da parte que divulga a informação.⁶ Um exemplo clássico do papel de fiduciário no Direito Anglo-Americano é o de “*trustee*” (bem como seu antecessor institucional, um proprietário fiduciário – “*an owner subject to use*”). Um *trustee* é legalmente titular, sem restrições, de um dado bem, mas o detém e deve empregá-lo *de acordo com dever de promover os*

⁴ Vide, e.g., *Blasius Indus. v. Atlas Corp.*, Del. Ch., 564 A.2d 651 (1988).

⁵ Vide, e.g., *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network*, 637 A.2d 34 (Del. 1993); *QVC Network v. Paramount Communications, Inc.*, 635 A.2d 1245 (Del. Ch. 1993).

⁶ Vide, em termos gerais, Flannagan, *The Fiduciary Obligation*, 9 *Oxford J. Legal Studies* 285 (1989).

propósitos da avença original. Um beneficiário do *Trust* pode promover uma demanda judicial contra o *trustee* para defender seus direitos, caso acredite que tenham ocorrido violações dos termos do negócio fiduciário.

Em alguns aspectos, pode-se entender a companhia como análoga ao negócio fiduciário do *Trust*. Em ambos os institutos, o controle sobre a propriedade é transferido para um terceiro, nos termos de objetivos gerais, não previamente especificados e detalhados. Tanto em um quanto em outro caso, as prerrogativas legais sobre o bem se concentram nas mãos de um titular, o qual, a seu turno, se sujeita a uma obrigação fiduciária de ater-se aos objetivos originais do negócio, cujo respeito pode ser exigido com base nas regras de equidade do Direito Anglo-Saxão.⁷ Outros exemplos de relações fiduciárias do Direito Anglo-Americano incluem a tutela e a inventariança. Essas relações podem ser consideradas como clássicas ou puramente fiduciárias, porque ambas envolvem o exercício por determinada pessoa de prerrogativas legais sobre bens que não lhe pertencem, bem como o estabelecimento de relações de dependência entre o proprietário fiduciante e o agente fiduciário. Uma outra classe de relações, às quais o ordenamento dos EUA tradicionalmente atribuiu o caráter fiduciário, não contém o mesmo grau de dependência entre as partes, mas também tem como pressuposto um vínculo de confiança. Essas relações incluem a que se estabelece entre o mandatário e o seu mandante, bem como as ligações entre sócios, e a relação entre os diretores e conselheiros de uma sociedade, de um lado, e a própria sociedade, de outro.

Uma das características que tornam os deveres fiduciários interessantes é o seu conteúdo inespecífico. Vistos por uma perspectiva *ex ante*, os deveres fiduciários mostram uma natureza extremamente ampla, não acarretando muito mais (ou menos) do que uma obrigação de escrupulosa lealdade e boa-fé pelo fiduciário (a pessoa encarregada do respectivo dever) em relação ao beneficiário da relação.

Essencialmente, seja um *trustee*, um sócio, ou um administrador, são três os deveres de um fiduciário. Primeiramente (sendo freqüentemente ignorado por ser tão elementar) um fiduciário deve agir em consonância com os documentos ou títulos por meio dos quais as suas prerrogativas foram outorgadas.⁸ Desse modo, por exemplo, se o documento de instituição de um *Trust* restringe os poderes do *trustee* à negociação de um ativo, este estará sujeito à responsabilidade por violação do negócio fiduciário se não ajustar a sua conduta a tal orientação. Será irrelevante o fato de que o *trustee* tenha agido com boa-fé e no melhor interesse do beneficiário.

De modo similar, os administradores estão incumbidos pelos atos constitutivos de uma sociedade a tomar certas medidas – como convocar uma Assembléia Anual de Acionistas, ou reconhecer os direitos especiais de acionistas detentores de ações pre-

⁷ Existem, naturalmente, diferenças muito importantes, em termos econômicos e jurídicos, entre um *Trust* e uma companhia. Para análise de algumas de tais diferenças, vide *Cede v. Technicolor*, Del. Ch. Lexis *aff'd.*, 636 A2d 956 (Del. 1994).

⁸ Um procurador, por exemplo, está sujeito ao dever de obediência ao princípio do mandato. Ao contrário do procurador, não se entende que os administradores de companhias estejam submetidos a um dever de tal natureza, na medida em que tomam as suas próprias decisões comerciais, com honestidade, conforme indicado em *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 1989 Del. Ch. LEXIS 77 (“governança corporativa não é uma reunião de conselho municipal”), mas não estão sujeitos a um dever de obediência aos atos constitutivos da companhia que possa ser resguardado por meio de ordens judiciais liminares.

ferenciais. Esses deveres expressamente impostos pelos atos constitutivos são como qualquer outra obrigação legal.⁹ Os outros dois deveres fundamentais dos fiduciários como um todo, ou mais especificamente dos administradores de sociedades, não são tão relativamente claros e específicos como primeiro. Trata-se do dever de lealdade e do dever de cuidado, construídos jurisprudencialmente.

2.2 Dever de lealdade. O dever de lealdade de um fiduciário, em termos muito amplos, implica a necessidade de um administrador exercer sua autoridade sobre as atividades e bens da sociedade (incluindo informações) apenas na promoção, com boa-fé, dos interesses sociais e não para outros propósitos. Assim, por exemplo, é vedado a um administrador: competir secretamente com a companhia, ou usar seus bens (incluindo informação obtida em caráter sigiloso) para seu próprio benefício ou em prejuízo daquela, apropriar-se de oportunidades de negócio na mesma área de atividades e, sobretudo, fechar negócios com a própria sociedade em condições que não sejam totalmente justas.¹⁰ Uma boa parte do Direito Societário dos Estados Unidos está focada no dever de lealdade dos diretores e dos conselheiros. O dever de lealdade inclui o dever de divulgação fidedigna de informações relevantes, a despeito de os limites precisos de tal obrigação, no campo geral das normas fiduciárias, ainda não terem sido fixados.¹¹

2.3 O dever de cuidado. O dever fiduciário de cuidado é, em certos aspectos, mais objetivo. É dever de um conselheiro ou de um diretor empregar o mesmo cuidado que uma pessoa comum e prudente teria em condições iguais ou similares. De fato, essa formulação, ainda que bastante convencional, conduz a algumas ponderações especiais

⁹ É, porém, muito pouco provável que um administrador seja considerado pessoalmente responsável por danos pelo não cumprimento de qualquer disposição expressa do Estatuto Social, a não ser que os fatos demonstrassem a violação de uma das duas outras fontes de obrigações fiduciárias: o dever de cuidado ou, mais provavelmente, o dever de lealdade.

¹⁰ Costuma-se dizer que as obrigações fiduciárias de um administrador são compostas por três elementos: boa-fé, zelo e lealdade, *e.g.*, *Cede v. Technicolor, Inc.*, Del.Supr., 636 A.2d 956 (1994), mas a despeito da frequência com que tais expressões são empregadas, elas são analiticamente elusivas. A melhor concepção é a de que o dever de lealdade compreende a obrigação de agir com boa-fé em relação à companhia. Apenas se poderia se entender a boa-fé como um requisito adicional para os administradores caso se interpretasse de forma restritiva e equivocada o dever de lealdade, de forma incluir em tal conceito apenas questões de conflito de interesse econômico com a companhia. Vide *e.g.* *Emerald Partners v. Berlin*, Del Ch Lexis 42 at 138 n. 133 (April 2003); e *Gaylord Container Corp. Shareholder Litig.* 753 A.2d 462, 475n.41 (Del.Ch. 2000). Vide, por outro lado, *Hillary Sale*, Delaware's Good Faith, 89 Cornell L. Rev. (2004).

¹¹ O desenvolvimento das normas estaduais acerca do dever de divulgação de informações, aplicável aos administradores, parecer ter sido determinado pela criação de normas federais a esse respeito, conforme o *Securities Exchange Act*, de 1934, bem como pelas normas que se formaram na esteira desse último. Desde o caso *Santa Fe Indus., Inc.*, v. *Green* 430 U.S. 462, 97 S.Ct. 1292 (1977), os tribunais estaduais vêm tentando harmonizar o Direito Societário com o princípio constitucional da prevalência das normas federais (*Supremacy Clause*). Vide *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 383 A.2d 278 (Del. 1977), bem como *Zirn v. VLI Corp.*, 621 A.2d 773 (Del. 1993). Por outro lado, vide *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del 1998), no qual o Supremo Tribunal de Delaware entendeu que os referenciais fiduciários se aplicam à divulgação de informações ao mercado, mesmo quando não exista relação com o exercício de prerrogativas de governança corporativa dos acionistas.

em matéria de Direito Societário, na qual deve se ter particular atenção para que as normas não criem exagerados obstáculos à assunção de riscos.

Desde os primórdios do *common law* inglês, no seio do qual paulatinamente emergiu um corpo separado de normas atinente às companhias, os tribunais expressaram o entendimento de que os administradores têm o dever de cumprir com as responsabilidades de seu cargo de modo adequadamente diligente (*appropriately attentive*). A sentença judicial mais antiga de que se tem notícia, no Direito Anglo-Americano, afirmando que um administrador de uma sociedade tem o dever de agir “com razoável diligência” consiste na decisão proferida pelo Tribunal de Equidade (*Chancery*) inglês, em 1742, no caso *The Charitable Company v. Sutton*.¹² Nos EUA, os casos mais antigos compreendem *Godbold v. Branch Bank*, 11 Ala. 191 (1847); *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 R.I. 312 (1850); *Bates v. Dresser*, 251 U.S. 524 (1920) (Holmes, J.).

A definição do conteúdo do dever fiduciário de um administrador é necessariamente problemática. Inevitavelmente, o tema é abordado *ex ante* apenas com grande generalidade. O melhor que se pode fazer, *ex ante*, em termos de formulação da obrigação de um administrador agir com atenção é estabelecê-la em termos genéricos, quase vazios, exigindo o cuidado razoável conforme as circunstâncias supervenientes.

Um administrador deve agir com o mesmo grau de cuidado que se esperaria normalmente de uma pessoa prudente, atuando em circunstâncias similares. Dessa maneira, o núcleo de tal formulação – e a parte que certamente representa uma precisa afirmação do dever de cuidado – resume-se a essa enunciação muito genérica. Se nos perguntássemos por qual maneira a existência dessa exigência legal tornaria o mundo um lugar melhor, as respostas pareceriam, em princípio, muito simples. É desejável que os conselheiros dediquem-se à supervisão da atividade dos Diretores, não sendo completamente passivos. Afinal, se aqueles fossem passivos não haveria uma real função para o Conselho de Diretores.

Seria possível formular este dever de diligência e dedicação em termos mais específicos. Ocorre que tanto investidores quanto conselheiros sabem que os mercados nos quais o empreendimento se desenvolverá são dinâmicos e que uma parte importante dos benefícios derivados da estrutura societária deriva da eficiência, em termos de processamento de informações, que uma estrutura de decisão centralizada permite.

Existe, portanto, um fundamental interesse comum em atribuir aos conselheiros e diretores uma ampla discricionariedade para responderem prontamente a novas circunstâncias. Tendo em conta a possibilidade de quase infinitas variações nos possíveis contextos em que uma deliberação tem de ser tomada, bem como os prazos em que as medidas podem ser implementadas, ou, então, terão de ser deixadas de lado, e ainda a soma de conhecimentos e habilidades relevantes para se alcançar a decisão, é impossível ir além do estabelecimento do dever de agir tão razoavelmente quanto uma pessoa prudente agiria, em circunstâncias similares.¹³

¹² 2 Atk. 400, 26 Eng. Rpts. 642.

¹³ Ao contrário do projetista de motores a jato ou do cirurgião neurológico, para os quais se poderia em princípio definir o padrão adequado de cuidado aplicável para cada circunstância das respectivas profissões, relativamente a cada uma das decisões a serem tomadas, um administrador não é necessariamente um especialista em qualquer área e, certamente, não é um profundo conhecedor de todas as especialidades. Ainda assim, o administrador tem de tomar decisões que afetam a situação da companhia.

3. EFEITOS TRANSVERSAIS (*CROSS-CUTTING*) SOBRE A EFICIÊNCIA A PARTIR DO DEVER DE CUIDADO DO ADMINISTRADOR

Já se afirmou que este estudo almeja refletir a governança corporativa sob uma perspectiva funcionalista. Logo, é necessário indagar quais são os efeitos de se propalar e implementar um dever desta natureza. Sugerimos que tais efeitos, plausivelmente, tanto promovem quanto restringem a eficiência econômica.

3.1 Ganhos de eficiência resultantes do dever de cuidado. Parece intuitivo que, em um mundo em que todos os representantes atuassem de modo racional e estritamente na defesa dos interesses de seus representados, uma exigência legal no sentido de que o representante atuasse com cuidado e atenção proporcionais ao impacto de sua decisão para o representado tenderia a, sistematicamente, produzir ganhos de eficiência, em comparação a outras regras alternativas. Tal norma criaria incentivos para que aquele em vias de tomar uma decisão dedicasse tempo e dinheiro para reunir as informações respectivamente relevantes, na medida em que tais gastos se justificassem ante os ganhos estimados como resultado do processo de deliberação.

A exigência de agir com o cuidado razoável que uma pessoa comum empregaria em condições iguais ou similares é operacionalmente semelhante a essa regra da proporcionalidade. Sob o referencial legal de uma “pessoa razoável”, podemos entender que o hipotético indivíduo “razoável” se dedicaria aos mesmos cálculos de custos e benefícios para determinar se, levando em consideração todos os fatores relevantes, existem informações suficientes sobre a companhia e sobre a deliberação específica para que ele, racionalmente, possa tomar a decisão de agir ou não. Certamente, um sistema legal que de algum modo assegure que os membros do Conselho estão “razoavelmente” informados, nesse sentido, seria mais eficiente do que um sistema que assegurasse que estes estivessem informados “demais” (ou seja, que fossem empregados recursos acima do nível ideal para a obtenção de informação), ou desinformados ou ainda menos informados do que o necessário.

É evidente, porém, que a determinação do grau ideal de informação, necessário para idealmente se viabilizar a aceitação ou rejeição de um ato da sociedade, não é, freqüentemente, uma questão científica, que comporte em princípio uma única resposta correta. Determinar em que momento já se alcançou um grau ideal de informação, para a tomada de uma decisão dentro de um prazo fixo, envolve logicamente diversos *custos desconhecidos* com relação à aquisição de informação adicional e avaliação do possível valor que esses novos dados podem agregar. Adicionalmente, essas estimativas de custos e valores futuros e desconhecidos serão afetadas pela atitude ante o risco que os agentes envolvidos (os conselheiros)¹⁴ adotam ante o empreendimento, bem como em relação a si próprios, como indivíduos. O resultado é que, relativamente ao dever do diretor de ser diligente e buscar informações, a lei pode apenas fixar alguns parâmetros

¹⁴ Nós não nos referimos aos conselheiros como agentes ou procuradores, porque há muito já se estabeleceu que, individualmente, eles não são agentes da companhia ou representantes da companhia (quanto mais dos acionistas) em função de seus cargos. Utilizamos o termo “agente” na forma em que economistas o fariam, para nos referirmos à delegação de poder de controle sobre bens e direitos pertencentes a outros titulares.

mínimos, mas não pode ir muito além de estabelecer que o administrador tem agir em relação à companhia da mesma forma uma pessoa razoável agiria nas mesmas circunstâncias.

Logo, o referencial objetivo por trás da noção de “cuidado razoável” pode ser entendido simplesmente como um genérico, e mesmo opaco, comando para a busca da eficiência em relação à obtenção e utilização da informação.

3.2 Perda de eficiência resultante de um padrão objetivo para o dever de cuidado.

A implementação de um dever legal de obter e utilizar informação relevante tem, entretanto, o potencial de gerar também efeitos negativos. O risco de os membros do Conselho arcarem com qualquer dever de reparação, em consequência de uma decisão judicial *posterior*, que especificasse que uma pessoa razoável teria agido de modo distinto, tomando medidas diferentes daquelas efetivamente adotadas pelo Conselho, pode representar um relevante obstáculo para o funcionamento ideal de tal órgão.

Esses indesejados problemas de eficiência foram discutidos em uma demanda judicial, *Gagliardi v. Trifoods, Inc.*, cuja sentença é parcialmente citada abaixo:

“[Havendo um grande e bem desenvolvido mercado capitais] os acionistas podem [de forma pouco custosa] diversificar os riscos de seus investimentos societários. Portanto, é de seu interesse que a companhia aceite participar de todos os empreendimentos à sua disposição, por ordem de preferência e até o limite de seu patrimônio líquido corrente, a começar por aqueles com as melhores taxas de retorno ajustadas ao risco respectivamente incidente. Acionistas não desejam (ou racionalmente não deveriam desejar) que os administradores sejam avessos ao risco. Os ganhos totais dos investimentos dos acionistas, ao longo de todos os seus investimentos societários, serão maximizados se o os membros do Conselho e os diretores avaliarem os possíveis riscos de forma honesta e obtiverem para a companhia a melhor taxa de retorno ajustada ao risco, em patamar superior ao custo de capital da empresa.

Contudo, administradores tenderão a se desviar desta aceitação racional do risco empresarial *se*, ao autorizar a corporação a aceitar um investimento arriscado, os membros do Conselho tiverem de assumir um grau de responsabilidade pessoal em relação a demandas posteriores, derivadas de quaisquer perdas da sociedade.

Os administradores de companhias de capital aberto normalmente possuem uma participação relativamente muito pequena do capital das sociedades administradas e nenhuma remuneração de incentivo. Dessa forma, eles desfrutam apenas de uma porção muito pequena de quaisquer resultados positivos derivados de investimentos arriscados da companhia. Não obstante, caso se entenda que os administradores são responsáveis por uma perda da companhia derivada de um projeto de risco, com base na idéia de que o investimento era arriscado demais (“Tolamente arriscado!”, “Estupidamente arriscado!” ‘Notavelmente arriscado!’, qualquer que seja a adjetivação), a sua responsabilidade seria solidária em relação à totalidade da perda (com, eu suponho, um direito de regresso contra os demais responsáveis). Dada a escala das operações das modernas companhias, esta espantosa disjunção entre o risco e recompensa, para os administradores de sociedades, ameaça produzir efeitos indesejáveis. Em função de tal disjunção, uma pequena possibilidade de surgimento de responsabilidade para os administradores com base em alegações de ‘negligência’, ‘desatenção’, ‘desperdício’

etc., poderia induzir o Conselho a não autorizar quaisquer formas de investimentos em projetos de risco! Obviamente, interessa aos acionistas oferecer proteção suficiente para os administradores em relação à responsabilidade resultante de alegações de negligência e afins, de modo a permitir que estes concluam que, em termos práticos, não haverá risco de arcarem com a responsabilidade por perdas comerciais da sociedade se eles agirem de boa-fé e em conformidade a padrões procedimentais mínimos de atenção.¹⁵

Logo, o risco da implementação de um padrão “objetivo” de responsabilidade, escoreado no parâmetro da “pessoa razoável”, tende a criar obstáculo para que administradores permitam a aceitação de risco pela companhia, em níveis ideais. O dever objetivo de cuidado dos administradores consiste, dessa maneira, em uma rosa com espinhos.

4. GERENCIANDO EFEITOS TRANSVERSAIS SOBRE A EFICIÊNCIA RESULTANTE DE UM DEVER DE CUIDADO OBJETIVO APLICÁVEL AOS ADMINISTRADORES

Concentrando-nos nos efeitos transversais sobre a eficiência que tenderiam a surgir com a divulgação e a exigência do respeito a um padrão de cuidado objetivo, baseado na noção de “pessoa razoável”, é possível encontrar uma maneira de interpretar o fato – já refletido em decisões judiciais do sistema anglo-americano há mais de um século – de que a lei proclamou um determinado padrão de cuidado razoável para administradores de companhias, mas outro referencial foi implementado e seguido pelos tribunais, um que tem por conteúdo o exame da boa-fé do administrador sob a luz do dever “objetivo”. É um equívoco entender como política pública de má qualidade ou como uma concessão a interesses poderosos a resistência das cortes à imposição de padrões de razoabilidade sobre os administradores. O mais provável é que o acolhimento de demandas por indenização a perdas da sociedade, baseadas em medidas “não razoáveis” dos administradores, impediria a assunção racional de risco e se tornaria um obstáculo à criação de riqueza.

4.1 Tratamento jurídico tradicional da responsabilidade do administrador no Direito Anglo-Americano, sem a configuração de conflito de interesse. A resistência em fazer uma análise sobre as conseqüências presumíveis de uma decisão comercial, quando tomada de boa-fé por administradores imparciais, é uma das características mais evidentes das decisões, em matéria societária, proferidas ao longo dos séculos XIX e XX. Um antigo e influente caso julgado na Inglaterra foi *Turquand vs. Marshall*,¹⁶ no qual se decidiu que, não importando o quanto uma decisão pudesse parecer “tola” ou “ridícula” se vista em retrospecto, desde que esta fosse tomada dentro dos limites da competência dos administradores, o tribunal não iria conduzir uma análise sobre a possibilidade de previsão de seus resultados, com o objetivo de estabelecer a existência de responsabilidade. O caso *Turquand* foi amplamente seguido na Inglaterra¹⁷ e nos Estados Unidos.¹⁸ Um caso relevante na fixação da jurisprudência, ao final do século XIX,

¹⁵ *Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch., 1996).

¹⁶ 4 Ch.App. 376. (1869).

¹⁷ *E.g., Re Forest of Dean Coal Mining Company* (1888); 10 Ch.D. 450 (Jessel, M.R.).

¹⁸ *E.g. Spering's Estate*, 71 Pa. 11, 10 Am.Rep. 684 (1872).

foi o *Spering's Estate*,¹⁹ no qual foram citadas e reafirmadas as conclusões do caso *Torquand*. Efetivamente, a leitura de um determinado número de julgados ingleses relativos à responsabilidade dos administradores, sem a configuração de conflito de interesses, não pode fugir ao fato de que, ao longo do final do século XIX, nem mesmo a noção de abandono de fato do cargo representava um argumento eficaz para um demandante almejar a obtenção de uma indenização monetária de um administrador, por perdas e danos sofridos.²⁰

Por um período muito longo, especialistas em Direito Societário dos Estados Unidos aceitaram pacificamente a noção de que, desde que um membro do Conselho de Administração de uma companhia, sem natureza bancária, comparecesse a reuniões, quando convocado, e cumprisse algumas outras formalidades elementares, não haveria virtualmente nenhum risco de responsabilidade pessoal resultante de uma alegação de que o administrador em questão desrespeitou o seu dever de cuidado.²¹ Ou seja, durante muito tempo, os tribunais anglo-americanos proclamaram a existência de um dever de adequada atenção à boa condução das atividades da companhia, imputável aos seus administradores, mas por igual período foram incapazes de estabelecer a obrigação de indenizar com base em tal premissa, exceto nos casos em que (1) existissem interesses financeiros conflitantes ou (2) a conduta evidenciasse fraude ou ausência de boa-fé, como o absoluto desprezo a determinadas obrigações. Tanto nos casos mais antigos quanto atualmente, a verificação do fato de que uma conduta omissa em relação a fraudes ou a tolerância a essas últimas representa falta de boa-fé representa uma questão de difícil resposta. Entretanto, nas situações em que um administrador simplesmente abandona seu cargo, não comparecendo a reuniões, não envidando esforços razoáveis para se informar sobre a empresa etc., estará configurada a violação de seu dever de cuidado.²² Tradicionalmente, a falta de boa-fé pode ser demonstrada por meio desse completo desprezo às obrigações inerentes ao cargo, de modo a caracterizar o seu virtual abandono.²³

¹⁹ 71 Pa. 11; 10 Am.Rep. 684 (1872).

²⁰ O caso ao qual mais comumente se faz referência é na verdade um último suspiro de um passado medieval: *Marquis of Bute's Case (Re Cardiff Savings Bank)*. Em tal litígio, o administrador-réu, com seis anos de idade, havia sucedido seu pai no Conselho de Administração do Cardiff Savings Bank. Ele compareceu a apenas uma reunião em 38 anos, mas mesmo assim foi absolvido de qualquer responsabilidade por não ter descoberto uma fraude perpetrada por um dos Diretores. Tais casos levam à conclusão de que, em tal ponto, não se esperava nada mais dos membros do Conselho do que, de fato, se absterem de tomar decisões prejudiciais às companhias.

²¹ Vide 3A Wm. M. Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations* § 1039 (1975); Joseph W. Bishop, Jr., *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 *Yale L. J.* 1078 (1968).

²² *E.g. Briggs v. Spaulding*, 141 U.S. 132 (1891) (voto de Harlan, J).

²³ Em decisões recentes, tais como em *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (del Ch. 2003). O Tribunal de Equidade (*Chancery*) Delaware de afastou-se dessa abordagem restritiva, ao exigir que os membros do Conselho da Disney comparecessem em juízo para provar que agiram de forma diligente, ante a alegação de que não agiram de boa-fé no processo de seleção do segundo principal diretor da companhia, a despeito de não haver qualquer conflito de interesse em relação aos conselheiros. De acordo com o tribunal: "os fatos alegados na nova demanda sugerem que os conselheiros réus consciente e intencionalmente desconsideraram suas responsabilidades, adotando uma postura de 'nós não nos importamos com o risco'", em 825 A.2d at 289.

As decisões judiciais do Estado de Delaware, até o ano de 1985, são emblemáticas. Primeiramente, é importante notar que, durante todo o início do século XX e até 1963, o conceito de negligência por parte de um administrador, ou mesmo o dever de cuidado, parece não ter feito parte do vocabulário das sentenças proferidas no Estado de Delaware, em matéria de responsabilidade dos administradores.²⁴ No momento em que os tribunais do referido estado foram instados a se manifestar sobre as condições nas quais os administradores poderiam ser pessoalmente responsabilizados por perdas da sociedade, em operações não conduzidas em causa própria, não fizeram referência aos termos “negligência” ou “dever de cuidado”, mas preferiram usar extravagantes expressões relativas a fraude ou má-fé, tais como “fraude”, “fraude construtiva”,²⁵ “má-fé e in-consequente indiferença”,²⁶ ou ainda “má-fé e grave abuso de discricionariedade”.²⁷

Conforme se acompanha a progressão dos julgados de Delaware, a partir década de 1920 até as décadas de 1940 e 1950, é possível perceber que, nos casos relativos à apreciação e o estabelecimento da responsabilidade pessoal dos administradores, persistiu o apego dos juízes às questões da independência financeira e boa fé.²⁸

As normas que cercam a responsabilidade pessoal dos administradores, em circunstâncias nas quais não se configura o conflito de interesse, não constituem uma rede impecável. Existem diversas dificuldades para reunir e harmonizar os conceitos, no plano verbal. Normalmente, contudo, é nosso entendimento que, ausentes conflitos de interesse ou a conduta desleal, o Direito Societário Norte-Americano tem repetidamente baseado a responsabilidade pessoal dos administradores em um padrão, que é orientado pela idéia de esforço de boa-fé em estar razoavelmente informado. Nas situações em que se entendeu que os administradores exerceram uma análise honesta de uma questão, perseguindo de boa-fé a realização do interesse social, não houve qualquer propensão para analisar, em retrospectiva, os resultados presumíveis de decisões, perguntando-se o que uma pessoa razoável teria feito nas mesmas circunstâncias. Portanto, enquanto muitos julgados afirmam que os administradores devem agir consistentemente com a forma em que uma pessoa razoável e atenta teria agido, são muito raras as decisões que imputem responsabilidade com base nessa regra.²⁹ Os poucos casos que

²⁴ O juiz Henry Horsey, aposentado pelo Supremo Tribunal de Delaware, que emitiu um voto no caso 1984 *Smith v. Van Gorkom*, manifestou a sua surpresa ante este fato, ao realizar uma pesquisa em preparação a uma palestra, em 1994. Com efeito, o Juiz Horsey relata que, até a decisão de 1963, nenhum tribunal de Delaware reconheceu expressamente a existência de um dever de cuidado e, mesmo naquela ocasião, tal reconhecimento ocorreu de forma “hesitante e a contragosto”. Vide Henry R. Horsey, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule*, 19 Del. Corp. L. J. 971, 988 (1994).

²⁵ *Allied Chemical & Dye Corp. v. Steel & Tube Co.*, 120 A.2d 486 (Del.Ch. 1923); *Robinson v. Pittsburg Oil Refining Corp.*, 126 A.2d 46 (Del.Ch. 1924); *Bodell v. General Gas & Elec. Corp.*, 140 A 264, 268 (Del. 1927).

²⁶ *Cole v. National Cash Credit Ass'n*, Del. Ch., 156 A 183 (1931).

²⁷ *Warshaw v. Calhoun*, Del. Supr., 221 A.2d 487, 492 (1966).

²⁸ E.g., *Porges v. Vadsco Sales Corp.*, Del. Ch., 32 A.2d 148 (1943); *Cottrell v. Pawcatuck Co.*, Del. Supr., 128 A.2d 225 (1957); *Meyerson v. El Paso Natural Gas Co.*, Del. Ch., 246 A.2d 789 (1967).

²⁹ Em seu célebre estudo, o Professor Joseph Bishop relata um exaustivo levantamento de decisões judiciais norte-americanas a respeito dessa matéria. A sua conclusão foi a de que apenas uns poucos casos poderiam ser mencionados como indicativos da imputação de responsabilidade pessoal a administradores não-sujeitos a conflitos de interesse, decorrente da violação de um dever de

se propõem a isso envolvem, na verdade, condutas incompatíveis com a crença de boa-fé, por parte do administrador, de que havia agido com o devido cuidado. Desse modo, os casos em questão não se referem à responsabilidade pela violação de um dever objetivo de cuidado, mas sim a uma violação do dever de lealdade no ponto em que este exige que o administrador, de boa fé, acredite estar agindo de maneira apropriada. A maioria desses poucos casos consiste em abandono do cargo de um modo tal que a omissão se tornou completamente incompatível com qualquer alegação legítima do administrador no sentido de que entendia agir com boa-fé e que tivesse se adstrito a qualquer referencial objetivo de cuidado. Alguns outros litígios envolvem administradores que, tomando deliberações que resultaram em danos, foram julgados responsáveis pelo seu ressarcimento. Porém, os fatos presentes nestes últimos inevitavelmente fazem surgir dúvidas quanto à boa-fé dos administradores julgados.

O principal caso nesse sentido é *Shelheimer v. Manganese Corporation*.³⁰ Trata-se de um dos raros casos norte-americanos amplamente citados no qual efetivamente ocorreu a imputação de responsabilidade por danos causados à sociedade em consequência de decisões que, conforme se entendeu, estavam além daquelas que uma pessoa razoável teria tomado. *Shelheimer* tem sido um precedente importante para todos aqueles que desejam defender a idéia de que a responsabilidade por danos causados à sociedade pode ser imputada a um administrador que não agiu em proveito próprio, desde que, conforme exame judicial posterior, se conclua que uma hipotética pessoa razoável teria agido de modo diferente e, assim, teria evitado a lesão. O caso consiste, entretanto, em um amparo precário para qualquer argumentação nesse sentido, uma vez que os fatos envolvidos são claramente suficientes para rebater qualquer possível alegação dos réus de que agiram de forma imparcial e de que desempenharam seus deveres impeli-dos pela boa-fé. *Vide* 423 Pa. 563 p. 584, 224 A.2d 634 p. 646.

4.2 Erosão da tradicional proteção das decisões empresariais, nas Normas de Delaware. Ao longo dos últimos 15 anos, os tribunais de Delaware têm se demonstrado crescentemente propensos a utilizar o dever de cuidado como estímulo para a participação ativa de administradores, criando a ameaça de responsabilização pessoal. Trata-se de uma mudança histórica. Até o presente, o Direito Societário de Delaware ampara-se em dois principais pilares. O primeiro protegia a integridade da gestão do investimento dos acionistas por meio de uma vigorosa aplicação do dever de lealdade. O segundo princípio elementar das regras de Delaware que regem as companhias encoraja administradores honestos a assumirem risco na gestão do empreendimento. Este último consiste na regra da administração responsável (*business judgment rule*). Segundo tal princípio, administradores não seriam responsabilizados por danos causa-

cuidado. *Vide* W. Bishop, Jr., *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 *Yale L. J.* 1078 (1968). Mais recentemente, os professores Bloch, Barton e Radin mencionam nove casos adicionais, muitos dos quais se referem a instituições financeiras falidas. *E.g.*, *FDIC v. Bierman*, 2 F.3d. 1424 (7th Cir. 1993) (“empréstimo não razoável”). Nas hipóteses em que companhias não bancárias estão envolvidas nestes casos, os administradores são divididos em passivos ou desinformados. *E.g.*, *Stern v. Lucy Webb Hays National Training School*, 381 F. Supp. 1003 (D.D.C. 1974). *Vide* em termos gerais, Block, Barton & Radin, *The Business Judgment Rule* at p. 72-75 (1995).

³⁰ *Vide* 224 A.2d 634 (Pa. 1966).

dos por suas decisões comerciais, desde que não tivessem qualquer conflito de interesse econômico e agissem, com boa-fé, na defesa dos interesses da companhia. Tal como aplicada pelos tribunais, essa regra efetivamente afastou a responsabilidade, derivada do dever de cuidado, por danos causados em transações comerciais.

Por conseguinte, os pilares gêmeos do Direito Societário de Delaware não eram o dever de lealdade e o dever de cuidado, mas o dever de lealdade e o princípio da administração responsável (business judgment rule). Mais do que meras regras técnicas, esses dois princípios capturaram o espírito profundo que motivou as decisões judiciais por gerações. É possível discutir se a impossibilidade, em termos práticos, de se obter uma reparação de danos a partir da violação do dever de cuidado representou uma fraqueza ou uma qualidade do Direito Societário de Delaware. Nosso entendimento é o de que era um atributo positivo. O caso *Gagliardi*, mencionado acima, presta-se a demonstrar o entendimento de que a sólida implementação do princípio da administração responsável (*business judgment rule*) não se justifica primeiramente como uma proteção para os administradores, mas como uma forma de defender os ganhos dos investimentos diversificados dos acionistas. Acionistas com investimentos diversificados *desejam* que as companhias sejam instituições que assumam riscos. Os próprios investidores podem, e efetivamente o fazem, se proteger do risco de decisões tolas ou simplesmente erradas, de uma forma muito pouco custosa, diversificando os seus investimentos.

Entendemos, portanto, que a sólida vigência do princípio da administração responsável foi o grande atributo do Direito Societário de Delaware, ao longo do século XX. Tal regra protege administradores honestos da responsabilização pessoal – estando estes sujeitos ao direito de regresso (*diversion of suit*) – eivada em decisões que causaram danos, mas que, no momento em que foram tomadas, representavam conclusões honestas, tomadas com base em dados não totalmente perfeitos. Essa regra, naturalmente, implica custos. Em termos práticos, em um sistema em que vigora intensamente o princípio da administração responsável, abandona-se a possibilidade de imputar responsabilidade pessoal a administradores por falta de atenção em suas funções. Isso não quer dizer, contudo, que não haverá incentivos para que os administradores ajam de modo diligente.

Não obstante, a partir de 1985, com o caso *Van Gorkom*,³¹ que foi seguido pelos casos *Revlon*³² and *Unocal*,³³ os tribunais de Delaware começaram a recuar de sua profunda crença nos benefícios derivados de uma sólida implementação do princípio da administração responsável (*business judgment rule*). No caso *Unocal*, cunhou-se o termo “princípio da administração responsável aprimorado” (*enhanced business judgment rule*) para denominar a abordagem que permitia aos juízes avaliar a razoabilidade de uma decisão do Conselho. A inovação estava limitada aos casos em que o conselho estava sancionando uma operação de transferência de controle, ou então tomando alguma medida no sentido de evitar transações de tal natureza. Ao menos em relação a esta categoria de decisões importantes, os juízes de Delaware, a partir do final dos anos de 1980 e durante a década de 1990, habituaram-se a dizer aos administradores de companhias: “Vocês não deveriam ter tomado tal deliberação; vocês deveriam ter buscado

³¹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

³² *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

³³ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 496 (Del. 1985).

obter mais informações; vocês não deveriam ter concedido tal período de bloqueio (*block-up*) ou aceitado aquela oferta". O dever de cuidado foi, por vezes, utilizado como base doutrinária para decisões dessa natureza – como na alegação de que constituiria uma violação do dever de cuidado a hipótese de um Conselho de Diretores aprovar uma deliberação de não-negociação. Todavia, com a mesma frequência, a justificativa doutrinária para a intervenção estatal revelou-se nebulosa.

A referida tendência dos tribunais de Delaware em substituir decisões empresariais por decisões judiciais, relativamente a administradores não sujeitos a conflitos de interesse econômico, atingiu o que se espera que seja seu paroxismo no ano de 2003, no caso *Omnicare Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*³⁴ Em tal caso, a NCS era uma companhia em dificuldades financeiras, em busca de algum comprador, como uma solução para a ameaça à sua existência. A sociedade já havia negociado longamente com a Omnicare, mas as partes não puderam chegar a um acordo. O Conselho de Diretores da NCS voltou-se então para a Genesis Healthcare. As negociações entre a NCS e a Genesis foram completamente neutras e equilibradas (*arms-length*). Quando a Genesis propôs um preço final mais alto do que a Omnicare, o Conselho de Diretores da NCS aprovou a operação. O Conselho de Diretores em questão, no momento em que aprovou o contrato de incorporação, aceitou que o acionista controlador da NCS outorgasse uma procuração irrevogável de modo assegurar a aprovação do negócio pelos sócios. De qualquer forma, o Conselho de Diretores concordou em firmar um instrumento de incorporação, obrigando-se a convocar uma assembléia para deliberar a respeito da transação, sem assumir um dever fiduciário em relação a tal obrigação. No último momento, a Omnicare ofereceu um preço ainda mais alto e solicitou ao Tribunal de Equidade (*Chancery*) de Delaware que impedisse a deliberação de acionistas que consumaria a aquisição da NCS, mas tal pedido foi indeferido. O Tribunal em questão não pôde encontrar nenhuma base legítima para desconsiderar a decisão empresarial do Conselho de Diretores da NCS, uma vez que todos os seus membros não tinham interesses econômicos conflitantes e certamente estavam empenhados em tomar a decisão correta.

Em grau de recurso, porém, o Supremo Tribunal de Delaware reverteu a decisão, sob a calorosa discordância tanto do então Presidente do Tribunal, Juiz Steele, quanto do anterior Presidente. Esse episódio demonstra de forma dramática em que medida ocorreu uma ruptura do Direito Societário de Delaware. Esse processo parece verdadeiramente colocar em risco a tradição de respeito a decisões comerciais tomadas por administradores de companhias honestos, sem quaisquer conflitos de interesse, administradores os quais inevitavelmente terão de tomar decisões difíceis, com informações menos do que perfeitas.

Naturalmente, a crescente propensão dos tribunais de Delaware a conduzir uma análise retrospectiva das conseqüências presumíveis (ou ameaçar conduzi-la) de decisões empresariais tomadas por administradores sem conflitos de interesse provavelmente teve o efeito positivo de tornar as normas relativas a fusões e aquisições mais sensíveis aos anseios do mercado. Com efeito, caso a erosão do princípio da administração responsável (*business judgment rule*) fosse limitada a hipóteses envolvendo alterações do controle societário, poderia se entender que esta conseqüência benéfica representaria uma adequada contrapartida à ruptura de expectativas provocada pelo

³⁴ *Omnicare v. NCS Healthcare*, 818 A. 2d 914 (Del. 2004).

enfraquecimento do mencionado preceito. Porém, é difícil circunscrever idéias ou atitudes a um determinado campo.

A erosão do espírito do princípio da administração responsável (*business judgment rule*) em Delaware (e, portanto, nos EUA) não se limitou às matérias de aquisições. Sobretudo após as grandes fraudes corporativas do ano 2002 – Enron, Worldcom, Adelphia etc. – um grande número de instituições parece se concentrar em estimular conselheiros independentes a participar mais ativamente dos processos de governança corporativa. Nos EUA, o Congresso, a *Securities and Exchange Commission – SEC*, os tribunais de Delaware, os Procuradores Públicos estaduais e os investidores institucionais estão todos exercendo pressão para que os Conselhos de Diretores sejam mais ativos e estão usando ameaças de responsabilização pessoal para trazerem atenção às suas preocupações.

Certamente, a recente transação judicial que encerrou o processo promovido pelos acionistas da Worldcom contra o seu Conselho de Diretores (e bancos de investimento), na qual conselheiros independentes, que não participaram de qualquer fraude nem estavam cientes de sua ocorrência, foram obrigados a efetuar relevantes pagamentos com seu patrimônio pessoal, fez com que os administradores de companhias abertas norte-americanas ficassem aflitos em relação aos riscos de responsabilidade pessoal que assumiram ao aceitarem exercer seus cargos.

Cumpramos recordar que, em tal caso (que dizia respeito às normas federais sobre Mercado de Capitais, relativas à divulgação integral e completa sobre vendas efetuadas no mercado aberto de capitais), como parte do acordo judicial, os administradores foram forçados a transferir 20% de seu patrimônio pessoal, excluindo suas residências, bem como tiveram de ceder quaisquer valores em fundos de aposentadoria privada, além de renunciarem a reivindicações de indenização.

Em termos jurídicos, o aspecto mais significativo de tal caso é que a demanda contra os administradores baseou-se na legislação federal (art. 11 do *Securities Act*, de 1933), que impõe a estes últimos o ônus de provar o exercício do devido zelo e que, mesmo assim não descobriam a existência da fraude. A questão de se houve a devida diligência ou não seria decidida pelo júri. Os administradores tiveram de tomar parte no acordo judicial, porque mesmo uma pequena chance de responsabilização pessoal significaria a quebra econômica de todos eles, tendo em conta a enorme dimensão dos danos em questão.

De uma perspectiva social, como deveríamos avaliar as mudanças nas expectativas e nas normas que regem os deveres dos administradores que ora testemunhamos? É provavelmente um fato positivo que os administradores se mostrem mais ativos e participativos do que nunca. Administradores empenhados devem impedir a ocorrência de algumas das fraudes vistas em 2002. Mas certamente não está claro se Conselhos de Diretores empenhados e ativos auxiliarão, na média, a alta administração a criar, aproveitar e explorar oportunidades de negócios. Existem razões para acreditar que conselheiros externos não poderão, via de regra, efetivamente fazer muito mais do que nomear, remunerar e supervisionar o Diretor Presidente, acompanhar as atividades de seu sucessor, rever e aprovar estratégias e o cumprimento de normas, bem como zelar pela cultura ética da empresa.

Entendemos que esta mudança no sentido de tornar mais rigorosas as hipóteses de responsabilização pessoal dos administradores pode ser mais prejudicial do que

benéfica para os investidores. Conforme se mencionou anteriormente, é do interesse dos investidores que as companhias continuem a assumir riscos, de modo a auferir resultados consideráveis. Obviamente, tais riscos não devem ser assumidos sem uma análise ou sem objetivos comerciais razoáveis. Em termos práticos, contudo, ainda que o risco de fraudes em companhias abertas seja maior do que se pensava anteriormente à queda da Enron, ninguém pode afirmar que exista uma possibilidade concreta (em relação à qual o ordenamento jurídico deva nos proteger) de que as companhias ajam freqüente ou sistematicamente de forma irracional. Qualquer esforço jurídico para oferecer proteção sistemática contra a (praticamente inexistente) ameaça de que os administradores ajam de modo irracional (dado que o sistema não funciona perfeitamente) cria um risco para conselheiros independentes que será levado em conta em suas decisões. Ocorre que, conforme os administradores se tornam mais cautelosos, os interesses diversificados de investidores serão prejudicados. Os investidores, sem dúvida alguma, desejam administradores atentos e bem informados e necessitam deles. Mais essencialmente, porém, os investidores desejam administradores bem informados, que encontrem oportunidades arriscadas de negócios capazes de trazer lucro, extraíndo benefícios delas. Enfraquecer o papel tradicional do princípio da administração responsável (*business judgment rule*) parece uma maneira imprudente de aprimorar a atuação dos administradores.

Os diretores das companhias, que estão a par dos negócios cotidianos, enquanto grupo, dispõem de melhores informações não apenas a respeito das atividades da empresa, mas também dos mercados em que ela opera e da tecnologia que emprega. Os membros do Conselho de Diretores não são capazes de administrar a empresa, ao menos não efetivamente. Nós entendemos que as necessidades dos investidores em participações diversificadas seriam mais bem atendidas pela existência de uma versão mais robusta do princípio da administração responsável (*business judgment rule*), que prevaleceu nos EUA pela maior parte do século XX, do que pelo presente sistema legal vigente no país. As novas atitudes de tribunais, promotores públicos e autoridades reguladoras forçarão administradores de companhias não apenas a serem mais cuidadosos, mas também a serem mais conservadores a cada passo. O resultado final, amplo, não parece criar valor em medida maior do que cria custos.