

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – SP**  
**FACULDADE DE DIREITO**

**JOÃO PEDRO AURELIANO ALBUQUERQUE PAIXÃO**

**A RESPONSABILIDADE DOS DIRETORES DE SOCIEDADES POR AÇÕES PELO  
DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE DILIGÊNCIA**

**São Paulo**

**2025**

João Pedro Aureliano Albuquerque Paixão

**A RESPONSABILIDADE DOS DIRETORES DE SOCIEDADES POR AÇÕES PELO  
DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE DILIGÊNCIA**

Trabalho de conclusão de Curso, apresentado a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - SP, como parte das exigências para a obtenção do título de bacharel em direito.

São Paulo, 20 de outubro de 2025.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho**

---

  

---

## RESUMO

O presente trabalho analisa a responsabilidade dos diretores de sociedades por ações pelo descumprimento do dever de diligência, conforme previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das Sociedades por Ações” ou “Lei das S.A.”), que impõe ao administrador o dever de agir com cuidado, prudência e atenção, de modo a proteger o interesse social da companhia. O dever de diligência, inserido no rol dos deveres fiduciários dos administradores, constitui parâmetro essencial de conduta para a boa administração e para a consolidação da confiança no mercado de capitais. A pesquisa, de natureza qualitativa e bibliográfica, baseia-se na análise de doutrina, jurisprudência e atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), bem como em casos concretos que ilustram a aplicação prática do dever de diligência. O estudo examina as principais teorias de responsabilidade dos diretores, destacando a incorporação progressiva da *business judgment rule* no direito brasileiro, segundo a qual decisões empresariais tomadas de boa-fé e com base informacional adequada não devem ser punidas pelo simples insucesso do resultado econômico. O caso Americanas S.A. é apresentado como paradigma contemporâneo das falhas de governança e das consequências jurídicas da violação do dever de diligência. As fraudes contábeis e a sobreposição de controles internos pela diretoria executiva revelaram a gravidade da omissão e da atuação dolosa dos administradores, ensejando responsabilização civil, administrativa e penal. Por fim, o trabalho propõe aperfeiçoamentos regulatórios voltados ao fortalecimento da fiscalização e da transparência nas companhias abertas, destacando a importância de uma atuação mais preventiva da CVM e a adoção de boas práticas internacionais.

**Palavras-chave:** Dever de diligência; Responsabilidade dos administradores; Companhias abertas.

## ABSTRACT

This paper examines the liability of corporate directors for breaching the duty of care, as set forth in Article 153 of Law No. 6.404/1976 (Brazilian Corporations Law), which requires directors to act with diligence, prudence, and attention in safeguarding the company's interests. The duty of care, as part of the fiduciary obligations of directors, serves as a key standard of conduct for sound management and for maintaining trust within the capital markets. Based on a qualitative and bibliographical methodology, the research draws upon legal doctrine, case law, and regulations issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), as well as real cases that exemplify how the duty of care operates in practice. The study explores the main theories of directors' liability, emphasizing the gradual adoption of the business judgment rule in Brazil, which protects business decisions made in good faith and with sufficient information, even when economic results are unfavorable. The *Americanas S.A.* case is analyzed as a contemporary example of governance failure and breach of fiduciary duties. The accounting fraud and management override committed by the executive board exposed severe violations of diligence and loyalty, leading to civil, administrative, and criminal liability.

Finally, the paper suggests regulatory improvements aimed at reinforcing supervision and transparency in publicly held companies, emphasizing the preventive role of the CVM and the adoption of international best practices. It concludes that the duty of care is not merely a legal requirement but a fundamental ethical and institutional element for the integrity and sustainability of the Brazilian capital market.

**Key-words:** Duty of care; Directors' liability; Publicly held companies.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS JURÍDICOS DO DEVER DE DILIGÊNCIA.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 O dever de diligência no Direito Societário.....</b>	<b>7</b>
<b>1.2 Teorias sobre responsabilidade dos Diretores.....</b>	<b>9</b>
<b>1.3 O papel dos diretores nas companhias abertas.....</b>	<b>13</b>
<b>1.4 Responsabilidade civil, administrativa e penal dos diretores.....</b>	<b>17</b>
<b>CAPÍTULO II – A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DEVER DE DILIGÊNCIA</b> <b>.....</b>	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
<b>2.1 Princípios da governança corporativa (IBGC, OCDE, CVM).....</b>	<b>24</b>
<b>2.2 Estrutura de controles internos e o papel da diretoria .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 A responsabilidade dos diretores sob a ótica da CVM .....</b>	<b>28</b>
<b>2.4 Jurisprudência e precedentes relevantes .....</b>	<b>31</b>
<b>CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASO: AMERICANAS S.A. ....</b>	<b>35</b>
<b>3.1 Descrição da situação contábil .....</b>	<b>35</b>
<b>3.2 A atuação da diretoria e a sobreposição de controles (management override).....</b>	<b>36</b>
<b>3.3 A atuação dos auditores e os alertas ignorados.....</b>	<b>38</b>
<b>3.4 Desdobramentos jurídicos e regulatórios .....</b>	<b>40</b>
<b>3.5 Análise crítica à luz do dever de diligência.....</b>	<b>42</b>
<b>CAPÍTULO IV – PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO REGULATÓRIO .....</b>	<b>44</b>
<b>4.1 Fortalecimento dos mecanismos de controle interno .....</b>	<b>44</b>
<b>4.2 Revisão da responsabilidade civil e penal dos diretores.....</b>	<b>46</b>
<b>4.3 Reforço das atribuições da CVM .....</b>	<b>49</b>
<b>4.4 Benchmarking com o modelo estadunidense (Sarbanes-Oxley Act).....</b>	<b>51</b>
<b>4.5 Recomendações do ponto de vista da governança .....</b>	<b>53</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>56</b>

<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>58</b>
---	-----------

## INTRODUÇÃO

A responsabilidade dos diretores de sociedades por ações constitui tema central no Direito Empresarial contemporâneo, especialmente diante da crescente complexidade das estruturas corporativas e da intensificação das exigências de governança e transparência nas companhias abertas. O exercício da função diretiva envolve deveres fiduciários de natureza legal e ética, entre os quais se destaca o dever de diligência, previsto no artigo 153 da Lei das S.A., que impõe ao administrador a obrigação de agir com o cuidado e a prudência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Tal princípio visa assegurar que as decisões empresariais sejam tomadas de forma informada, criteriosa e em conformidade com os interesses sociais da companhia, constituindo verdadeira pedra angular da governança corporativa.

A importância do tema revela-se ainda mais evidente diante dos recentes escândalos corporativos que abalaram o mercado brasileiro, como o caso Americanas S.A., que expôs falhas severas nos mecanismos de controle interno e violações do dever de diligência de seus administradores. Esses episódios trouxeram à tona discussões sobre a efetividade do sistema normativo vigente e os limites da responsabilização dos diretores por atos de má gestão, negligência, imprudência, imperícia ou fraude. Nesse contexto, compreender o alcance e as consequências do descumprimento do dever de diligência é essencial não apenas para a proteção dos acionistas e investidores, mas também para a preservação da integridade e da credibilidade do mercado de capitais.

O presente trabalho tem por objetivo geral analisar a responsabilidade dos diretores de sociedades por ações à luz do dever de diligência, examinando os fundamentos jurídicos que o sustentam, as teorias que orientam sua aplicação e os critérios de aferição da conduta do administrador no contexto das companhias abertas. Busca-se, ainda, identificar os desdobramentos civis, administrativos e penais decorrentes do seu descumprimento, relacionando-os às normas e precedentes da CVM e à jurisprudência nacional. Como objetivo específico, pretende-se avaliar criticamente a atuação da antiga diretoria da Americanas S.A., utilizando o caso como paradigma para discutir as deficiências de governança e os desafios práticos de responsabilização no ambiente societário brasileiro.

Para atingir tais finalidades, a metodologia adotada consiste em pesquisa qualitativa e exploratória, baseada em revisão bibliográfica e documental de doutrina, legislação, resoluções da CVM, decisões judiciais e decisões da CVM em Processos Administrativos Sancionadores, julgados por seu Colegiado em casos concretos. A abordagem articula a análise teórica dos

deveres fiduciários dos administradores com o exame empírico de eventos recentes que evidenciam falhas de diligência e governança. O estudo também propõe, ao final, reflexões sobre a necessidade de aperfeiçoamento regulatório e sobre a adaptação de boas práticas internacionais, como as previstas na Sarbanes-Oxley Act, ao contexto brasileiro.

O desenvolvimento histórico da legislação societária brasileira demonstra uma evolução gradual no tratamento da responsabilidade dos administradores e diretores. Desde a promulgação da Lei das Sociedades por Ações, observa-se um movimento de ampliação dos deveres fiduciários, com maior ênfase na atuação ética, transparente e prudente dos gestores. A partir da década de 1990, o fortalecimento do mercado de capitais e a abertura de companhias brasileiras à negociação pública de ações intensificaram o papel da CVM como órgão fiscalizador e sancionador, tornando o dever de diligência não apenas um princípio jurídico, mas também um parâmetro de conduta indispensável para a estabilidade das relações empresariais.

Nesse cenário, a atuação da CVM tem sido determinante para consolidar a cultura de responsabilidade administrativa no âmbito societário. Por meio de julgamentos, resoluções e orientações, a autarquia vem delineando o conteúdo prático do dever de diligência, interpretando-o de forma dinâmica e adaptada às novas realidades corporativas. Casos como o da Vale S.A. e o da própria Americanas S.A. demonstram que a CVM tem elevado o nível de exigência quanto à conduta esperada dos diretores, atribuindo-lhes um dever ativo de prevenção, informação e supervisão, sob pena de responsabilização civil e administrativa. Assim, o dever de diligência deixa de ser mera formalidade para se tornar um instrumento de efetiva proteção aos investidores e de reforço à confiança pública no mercado.

Por fim, deve-se destacar que o estudo da responsabilidade dos diretores não se limita a uma questão técnico-jurídica, mas possui ampla relevância social e econômica. O comportamento diligente dos administradores é condição essencial para a integridade das empresas, para a estabilidade das relações de investimento e para o desenvolvimento sustentável da economia de mercado. A inobservância desse dever, por outro lado, repercute diretamente na destruição de valor, na perda de credibilidade institucional e na fragilização da governança corporativa. Dessa forma, compreender a natureza e a aplicação do dever de diligência significa também compreender o papel ético e jurídico dos administradores na preservação do interesse coletivo que permeia a atividade empresarial moderna.

## **CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS JURÍDICOS DO DEVER DE DILIGÊNCIA**

### **1.1 O dever de diligência no Direito Societário**

No direito societário brasileiro, o dever de diligência dos administradores, que abrange tanto os membros do Conselho de Administração quanto os Diretores estatutários, está positivado no art. 153 da Lei das Sociedades por Ações:

**Art. 153.** O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, **o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.** (BRASIL, 1976. Grifo Próprio)

Em outras palavras, exige-se um padrão de conduta equivalente ao de uma pessoa honesta e zelosa administrando seus assuntos particulares, que visa a orientação à atuação dos administradores conforme um modelo de comportamento diligente.

Segundo Marcelo Sacramone, “o art. 138<sup>1</sup> da Lei 6.404/1976 caracteriza os administradores como os diretores e os membros do conselho de administração da companhia, caso existente esse órgão social na companhia”, de forma que, apesar de não expressamente indicado, o art. 153, acima mencionado, engloba também a atuação dos diretores de sociedades por ações de capital aberto.

Destaca-se, ainda, que como administradores “somente serão considerados aqueles que realizam as funções tipicamente administrativas como de “direção efetiva e representação” (BULGARELLI, apud SACRAMONE, 2017). Sendo tais requisitos uma forma de restringir a aplicação do conceito de administrador.

Cumprir o dever de diligência significa atuar de forma informada, atenta e dentro da legalidade em todas as decisões e atividades administrativas. O administrador diligente deve buscar informações suficientes e precisas antes de decidir, refletir criticamente sobre os assuntos sob sua responsabilidade e agir de maneira vigilante no acompanhamento dos negócios sociais. Espera-se, por exemplo que ele se mantenha informado sobre a situação financeira e operacional da companhia, as condições de mercado e os riscos inerentes a cada decisão, analisando todos os fatores relevantes com cuidado e prudência.

---

<sup>1</sup> **Art. 138.** A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

No Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 02/2008<sup>2</sup>, o Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes reproduz o ensinamento de Flávia Parente, que destaca:

“não se pode exigir dos administradores a obtenção de todas as informações relevantes a respeito dos negócios que serão implementados — as informações exigíveis são as **razoáveis**, tendo em vista as circunstâncias concretas diante das quais se encontram os administradores e a própria companhia, quando da tomada de decisão.” (Grifos do original). (PARENTE, 2005, apud FERNANDES, 2013).

O Diretor Relator ainda reitera um acréscimo de Flávia Parente nesse mesmo sentido:

“(…) constituindo o dever de se informar o aspecto formal do dever de diligência, conclui-se que a satisfação do dever de se informar, por parte dos administradores, significa que eles cumpriram necessariamente com o seu dever de diligência, independentemente dos resultados obtidos pela companhia em virtude da decisão tomada.”. (PARENTE, 2005, apud FERNANDES, 2013).

Além disso, deve atuar com atenção e zelo contínuos, supervisionando a condução dos negócios e investigando eventuais fatos atípicos ou indícios de irregularidades. Essa postura proativa e vigilante implica também observar os limites da lei e do estatuto social em todas as ações, ou seja, agir dentro da legalidade, respeitando o objeto social da companhia e os deveres fiduciários correlatos.

A doutrina ressalta que o dever de diligência se configura como uma obrigação de meio, não de resultado, nos ensinamentos de Eizirik:

“De pronto, pode-se excluir do conteúdo do dever de diligência a obtenção de determinado resultado; o que se exige do obrigado é que se esforce para alcançá-lo. Ou seja, trata-se de uma obrigação de meio, não de resultado, eximindo-se de responsabilidade o administrador se ficar demonstrado que empregou os seus melhores esforços. Isso significa que o administrador não infringe o dever de diligência se não alcançar os objetivos da companhia.” (EIZIRIK, 2021).

Isso significa que o administrador deve empregar seus melhores esforços e cuidado no processo decisório, porém não se garante um resultado bem-sucedido em todas as decisões. Desse modo, uma decisão de negócio que acabe gerando prejuízo não será automaticamente considerada indiligente se o administrador agiu de boa-fé, com informação adequada e observando o procedimento correto (princípio que se alinha à lógica da *Business Judgment Rule*, discutida adiante). Inversamente, mesmo que certa conduta imprudente não resulte em dano imediato à companhia, ainda assim configura violação do dever de diligência.

---

<sup>2</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 02/2008. Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 05 de março de 2013.

## 1.2 Teorias sobre responsabilidade dos Diretores

A responsabilização dos diretores por violação do dever de diligência é delineada, em nosso ordenamento, por teorias que buscam explicar em que condições e medida esses administradores podem ser responsabilizados por seus atos ou omissões. Predomina na doutrina e jurisprudência nacional a visão de que a responsabilidade civil dos administradores sociais é de natureza subjetiva, ou seja, depende da comprovação de culpa ou dolo do agente.

Diferentemente de regimes de responsabilidade objetiva, em que o simples resultado danoso já implicaria responsabilidade, no direito societário brasileiro entende-se majoritariamente que o diretor só responde por prejuízos se ficar evidenciado que agiu com negligência, imprudência, imperícia ou má-fé no desempenho de suas funções. Em outras palavras, há que se demonstrar a violação do dever de diligência (ou de outro dever fiduciário, como lealdade) para que surja o dever de indenizar. Essa orientação decorre do próprio caráter do dever de diligência como cláusula geral de comportamento (*standard* flexível): a lei estipula um modelo genérico do “homem ativo e probo”, cabendo ao intérprete, à luz do caso concreto, verificar se determinada conduta se desviou desse padrão.

Nesse sentido, Nelson Eizirik destaca em seu livro *A Lei das S/A Comentada*, Volume III, que:

“Ainda que os deveres e responsabilidades, em princípio, apliquem-se a todos os membros da diretoria e do conselho de administração, a aferição do grau de diligência requerido evidentemente não poderá ser realizada mecanicamente, sem levar em conta a natureza distinta dos poderes e competências conferidos por lei aos membros do conselho de administração e da diretoria. Não se pode, por exemplo, exigir de um conselheiro de administração o mesmo conhecimento sobre a gestão da companhia do que o de um diretor; como o dever de diligência constitui um *standard*, ele deve ser apreciado, no caso concreto, tendo em vista a posição ocupada pelo administrador.” (EIZIRIK, 2021).

Nessa análise, consideram-se fatores como o cargo ocupado, as atribuições do administrador, as informações de que dispunha no momento da decisão, o porte e as circunstâncias da companhia, entre outros elementos relevantes, sempre evitando julgamentos à posteriori baseados apenas no desfecho. Em suma, a aferição da culpa do diretor é casuística e contextual, o que torna por vezes complexa a caracterização da quebra do dever de diligência, reconhecidamente mais subjetiva e sutil do que a violação do dever de lealdade, que costuma se evidenciar em casos de conflito de interesses explícito.

A intenção de objetivar o standard do dever de diligência, sugere-se a comparação da atuação concreta do administrador ao que é assente entre os especialistas em administração de empresas, com o que se pode aferir a sua competência profissional (COELHO, 2010, apud EIZIRIK, 2021). Para fins de comparação e fundamentação de tal parâmetro, a Diretora-Relatora Norma Parente explica, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/97<sup>3</sup> que:

“(…) todas as legislações societárias utilizam-se destes ‘standards’, como **termômetro para avaliar a conduta do administrador**. Assim, em todos os ordenamentos jurídicos são consagrados os ‘standards’ ou padrões de conduta dos administradores. (…), a lei espanhola estabelece como padrão de conduta do administrador a diligência de um comerciante ativo e de um fiel mandatário; a lei alemã, o cuidado de um homem de negócios competente e consciencioso; a lei argentina, a lealdade e diligência de um bom homem de negócios; a lei italiana compara o administrador com a figura do mandatário e, a lei norte-americana determina que o administrador deve agir com o cuidado e diligência que uma pessoa razoavelmente prudente, em posição semelhante, teria em circunstâncias similares. De fato, se os sistemas italiano e norte-americano, de índoles manifestamente contratualistas, reputam a tal preceito total relevância, presume-se então a importância de sua observação para o ordenamento brasileiro, que atribui à macroempresa, caráter institucional.” (PARENTE, 2004). (Grifo próprio).

Dentro desse panorama, destaca-se a importação da teoria da *business judgment rule*, originalmente do direito norte-americano, para o contexto brasileiro. A *business judgment rule* funciona como uma presunção em favor do administrador, segundo a qual as decisões de negócio tomadas de boa-fé, com lealdade, base informada e no melhor interesse da companhia não devem ser judicialmente questionadas, mesmo que posteriormente se revelem equivocadas.

Em outras palavras, trata-se de um escape da responsabilidade, se o diretor atuou de modo diligente (colheu informações adequadas, ponderou riscos, buscou conselho especializado quando necessário) e leal, a tendência é não o responsabilizar pelos resultados adversos da decisão, pois entende-se que assumiu um risco empresarial legítimo.

“A *business judgment rule* é uma descrição básica dos princípios aplicáveis à tomada de decisão dos administradores com razoabilidade e devidamente informados, que não lhes permitem a responsabilização no caso de a decisão se tornar, de certo modo, desastrosa ou má do ponto de vista da companhia. Assim, a decisão será válida e obedecida pela companhia e não será anulada” (COUTO, 2007, apud BERNARDES, 2014).

Embora a *business judgment rule* não esteja expressamente positivada na lei brasileira, seus fundamentos têm sido reconhecidos pela doutrina e em decisões administrativas da CVM

---

<sup>3</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 03/1997. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. em 09 de setembro de 2004.

e judiciais, aproximando nosso sistema do padrão de deferência às decisões empresariais tomadas sob procedimento regular.

Não obstante, há um conceito similar, previsto na Lei das Sociedades por Ações, que permite ao juiz o reconhecimento de exclusão de responsabilidade do administrador, caso o magistrado identifique que a atuação ocorreu de boa-fé e visando ao interesse da companhia:

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

(...)

§ 6º O juiz poderá reconhecer a **exclusão da responsabilidade** do administrador, se convencido de que este agiu de **boa-fé e visando ao interesse da companhia** (...)." (BRASIL, 1976).

Essa abordagem complementa a noção de que o dever de diligência é obrigação de meio, sendo que o foco recai sobre o processo decisório adotado pelo administrador e não sobre o resultado em si. Outra perspectiva importante na teoria da responsabilidade dos diretores é a compreensão da natureza jurídica da relação do administrador com a companhia. Diferentemente de um mandatário comum, o diretor de sociedades por ações é visto, aos olhos de Mariana Pinto, como órgão da pessoa jurídica, e não mero agente contratual. Sua responsabilidade por ilícitos não decorre de inexecução contratual, mas sim da inobservância de dever legal imposto *ex lege*. Em virtude disso, quando um administrador causa prejuízos por violar seus deveres fiduciários, a responsabilidade caracteriza-se como extracontratual, embasada diretamente nos artigos 158<sup>4</sup> e 159<sup>5</sup> da Lei das Sociedades por Ações e nos preceitos gerais de responsabilidade civil, o que reforça a exigência de demonstração de culpa.

No tocante ao grau de exigência sobre a conduta dos diretores, a doutrina brasileira contemporânea tem elevado os parâmetros esperados conforme a complexidade da companhia e o cargo exercido. Ainda que a lei refira o padrão genérico do “homem probo e ativo”, interpreta-se que, por exemplo, de um diretor financeiro espera-se um nível de diligência técnica condizente com as responsabilidades financeiras, enquanto de um diretor-presidente exige-se diligência na coordenação geral, e assim por diante. Não obstante o texto legal, Fábio Ulhoa Coelho, vai além ao classificar que “o administrador diligente é aquele que emprega na

---

<sup>4</sup> **Art. 158.** O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: **I** - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

**II** - com violação da lei ou do estatuto.

<sup>5</sup> **Art. 159.** Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

condução dos negócios sociais as cautelas, métodos, recomendações, postulados e diretivas da ‘ciência’ da administração de empresas”.

A recente decisão da CVM no caso Vale S.A. (Brumadinho)<sup>6</sup> ilustra essa calibragem: no julgamento, o diretor-presidente da mineradora, Fábio Schvartsman foi absolvido por ter atuado conforme suas atribuições gerais, ao passo que um diretor técnico (diretor de ferrosos e carvão), Gerd Peter Poppinga, foi condenado a multa expressiva de R\$ 27 milhões por falhar no dever de diligência relacionado à segurança da barragem, dada a natureza de suas funções técnicas diretamente ligadas ao desastre. A distinção partiu do entendimento de que era esperada uma atuação mais direta e preventiva deste último quanto aos riscos operacionais de sua área, e a omissão configurou negligência grave.

Em seu voto, o Relator Diretor Daniel Maeda, de forma razoável, destaca que, a depender do tamanho das companhias, “é absolutamente natural que os diretores estatutários não se envolvam diretamente com cada uma das atividades”, entretanto, reforça que a delegação de atividades não isenta o diretor de ser responsável por suas decisões, uma vez que segue sendo necessário o acompanhamento efetivo na implementação de decisões tomadas e a fiscalização da rotina operacional.

Neste mesmo voto, o Relator resgata a sistematização que o Diretor Gustavo Gonzalez<sup>7</sup> cria para que o assessoramento por terceiros possa, de fato, blindar os administradores de responsabilidade, qual seja:

“(i) o terceiro deve ter comprovada expertise na matéria; (ii) todo o conjunto de **informações relevantes** deve ter sido disponibilizado ao terceiro para opinar; (iii) os administradores devem ter, de fato, acesso e confiança na opinião externa, e **não apenas terem delegado suas funções a terceiros**; (iv) deve haver **causalidade entre a conduta do administrador e a opinião de terceiro especialista**, sendo, portanto, descobertas as condutas em ocasiões em que haja opiniões divergentes de experts; (v) o administrador deve ler criticamente o material recebido, em atenção a eventuais **sinais de alerta**; e (vi) finalmente, deve haver **boa-fé**.” (Grifo próprio). (GONZALEZ, 2018 apud, MAEDA, 2024).

Esse caso sinaliza uma tendência de ampliação do rigor na análise da diligência, sendo que a Autarquia reforçou que o administrador deve ser devidamente qualificado para o cargo, manter conhecimento geral das atividades de sua área e buscar ativamente se informar, questionar e investigar temas relevantes que possam apresentar riscos.

---

<sup>6</sup> PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007916/2019-38, Rel. Diretor Daniel Maeda, j. em 19 de dez. de 2024.

<sup>7</sup> PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2014/8013, Rel. Diretor Gustavo Gonzalez, j. em 31.07.2018.

Não basta apoiar-se cegamente em informações de subordinados ou terceiros, já que, embora o diretor possa confiar em equipes e especialistas, permanece a obrigação de análise crítica desses dados, cobrando complementações quando necessário.

Em suma, as teorias da responsabilização dos diretores no direito societário nacional combinam a regra subjetiva da culpa (responsabilidade condicionada à violação de um dever de conduta) com parâmetros de julgamento que procuram balancear rigor e razoabilidade. O diretor não responde por infortúnios empresariais inevitáveis ou decisões tomadas de boa-fé com diligência (*business judgment* válido), mas responderá quando agir com descuido, omissão injustificável ou desvio de conduta, avaliados conforme um padrão profissional competente e as circunstâncias do caso concreto. Essa construção teórica busca, ao mesmo tempo, proteger a autonomia na gestão dos negócios e assegurar a responsabilização dos administradores.

### **1.3 O papel dos diretores nas companhias abertas**

Nas companhias abertas, a estrutura de administração geralmente se divide em dois órgãos principais com papéis distintos e complementares: o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva. O Conselho de Administração é um órgão colegiado superior, responsável por deliberações estratégicas e de alto nível, sendo, para Nelson Eizirik, “o principal componente do sistema de governança corporativa”, enquanto a Diretoria, atuando sob a orientação do Conselho, encarrega-se da gestão cotidiana da empresa e da execução das decisões tomadas pelo Conselho.

Em termos objetivos, cabe ao Conselho de Administração, nos termos do art. 142 da Lei das Sociedades por Ações, fixar a orientação geral da companhia, traçando metas de médio e longo prazo, aprovando planos de investimento, reestruturações societárias e outros atos de grande relevância. Para Nelson Eizirik, tal expressão é ampla para que seja estabelecida a estratégia de atuação no estatuto social da Companhia, o que lhe garante maior concretude e maior relação com o respectivo objeto social.

O artigo 142, anteriormente mencionado, confere ainda ao Conselho de Administração um conjunto relevante de competências, que refletem sua posição de órgão estratégico na estrutura societária e hierarquicamente superior à Diretoria. Entre suas atribuições, destacam-se: eleger e destituir os diretores da companhia, fixando-lhes as atribuições, nos termos do que dispuser o estatuto social; fiscalizar a gestão dos diretores, podendo, a qualquer tempo,

examinar livros e documentos da sociedade, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em negociação, bem como sobre quaisquer outros atos de administração; convocar a assembleia-geral sempre que julgar conveniente, ou nos casos previstos no artigo 132<sup>8</sup> da mesma lei; manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; pronunciar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto social assim o exigir; e deliberar, quando autorizado pelo estatuto, acerca da emissão de ações ou de bônus de subscrição.

Já a Diretoria é o órgão, responsável pela condução diária dos negócios da companhia. Nos termos da 6ª edição Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), aos diretores compete implementar as estratégias delineadas pelo Conselho, transformando-as em planos de ação concretos, e gerir as operações rotineiras em todas as áreas (finanças, operações, comercial, recursos humanos, compliance, etc.).

“A diretoria é o órgão responsável pela gestão e condução da organização e tem como responsabilidade executar, apoiada pelos princípios da governança corporativa, a estratégia aprovada pelo conselho de administração ou, na ausência desse, por outro órgão incumbido de seu papel e atribuições – seja um comitê de sócios ou o próprio colegiado de diretores-executivos.” (IBGC, 2023).

Os diretores detêm o poder privativo de representação da sociedade perante terceiros, ou seja, são eles que celebram contratos em nome da empresa, praticam atos jurídicos de gestão e respondem pela administração executiva perante autoridades e mercado. Cada diretor costuma ter atribuições específicas, devendo prestar contas regularmente ao Conselho de Administração acerca do desempenho de sua área e dos resultados gerais da companhia. Em empresas de grande porte, a Diretoria pode contar com comitês de apoio ou áreas técnicas (como comitê financeiro, de auditoria, de riscos) que auxiliam na tomada de decisões e reportam aos diretores e ao Conselho.

Entretanto, o art. 144<sup>9</sup> da Lei das Sociedades por Ações é cristalino ao determinar que o poder de representação compete a qualquer diretor da companhia, assim como a prática de atos necessários ao seu funcionamento, sendo excetuado apenas caso previsto no estatuto social da empresa ou caso exista deliberação do conselho de administração em sentido contrário.

---

<sup>8</sup> **Art. 132.** Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembléia-geral (...).

<sup>9</sup> **Art. 144.** No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular.

Em companhias abertas, essa separação dessas funções é mandatória. A Lei das S.A. exige, em seu artigo 138, §2º<sup>10</sup>, Conselho de Administração nas sociedades de capital aberto, exatamente para haver um nível de controle e orientação superior em prol dos acionistas. Contudo, embora distintos, os dois órgãos compartilham os deveres fiduciários básicos (diligência, lealdade etc.) e devem atuar em harmonia e transparência. Os conselheiros dependem de informações fornecidas pelos diretores para exercer seu papel fiscalizador, e os diretores dependem do apoio e aprovação dos conselheiros para implementar projetos de maior envergadura.

Tal separação estabelece uma diferenciação nas responsabilidades. Os Diretores assumem pessoalmente uma série de obrigações cotidianas de gestão e tomada de decisão que os distinguem dos conselheiros. Por exemplo, cabe aos diretores assegurar que a empresa cumpra as regulações aplicáveis no curso de suas operações (normas trabalhistas, ambientais, tributárias, do mercado de capitais etc.), preparar os relatórios financeiros e divulgá-los conforme as normas da CVM, manter a escrituração regular, atender auditorias independentes, além de responder prontamente a eventos inesperados na rotina empresarial.

Enquanto o Conselho normalmente se reúne em intervalos definidos (mensal, bimestral, trimestral) para deliberar sobre matérias estratégicas ou contingências relevantes, a Diretoria está diariamente envolvida com a condução dos negócios, por isso a ênfase na diligência operacional contínua. Um diretor executivo deve exercer liderança interna, coordenando equipes e garantindo que as decisões do Conselho sejam efetivamente implementadas no nível operacional. Também precisa gerenciar recursos da companhia (orçamento, pessoal, ativos) de forma eficiente e eficaz, reportando problemas e resultados ao Conselho.

Não obstante, como já mencionado, não basta aos membros do Conselho apoiarem-se cegamente em informações de subordinados ou terceiros, já que, embora possam e devam confiar em equipes e especialistas, permanece a obrigação de análise crítica desses dados, cobrando complementações quando necessário.

O caso Americanas S.A. é emblemático para ilustrar os papéis e responsabilidades comparativas de diretores e conselheiros, assim como as consequências de eventuais falhas no dever de diligência. No escândalo contábil envolvendo a Americanas, descobriu-se que a antiga

---

<sup>10</sup> **Art. 138.** A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

(...)

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

diretoria executiva da companhia teria orquestrado, ao longo de anos, um esquema de fraude contábil que inflava resultados e ocultava passivos, sem o conhecimento (ou detecção) do Conselho de Administração. Segundo investigações divulgadas, os diretores *forjavam números* e repassavam dados alterados aos conselheiros, prática que, por jargão de mercado, denomina-se “*management override of controls*” (sobreposição ou burla dos controles pela gestão). Havia indícios, por exemplo, de que em respostas dadas pela diretoria ao Conselho sobre questões levantadas pela auditoria, certos assuntos problemáticos simplesmente deixaram de ser informados, impedindo assim o colegiado de deliberar a respeito.

Essa conduta gerencial fraudulenta evidenciou os limites das instâncias de governança quando a alta gestão atua de má-fé. Mesmo com comitês de auditoria e estruturas de controle no papel, uma diretoria determinada a ocultar informações conseguiu manter o Conselho e o mercado às cegas por longo tempo. Somente após a revelação do rombo contábil é que veio à tona o colapso no dever de diligência da diretoria. O Conselho de Administração, por sua vez, alegou em nota que as informações recebidas sobre as operações suspeitas eram distorcidas pelos antigos diretores e que não houve reporte adequado ao colegiado sobre as práticas irregulares.

Esse caso realça que os conselheiros dependem das informações fornecidas pelos diretores para poderem agir diligentemente, e quando a diretoria falha nesse dever (por negligência, imprudência, imperícia ou mesmo por dolo e/ou fraude deliberada), o Conselho pode ficar impossibilitado de exercer sua função fiscalizadora.

Portanto, compreender o papel dos diretores nas companhias abertas é entender que eles são os agentes executores e permanentes da gestão, carregando a responsabilidade diária pela empresa, ao passo que o Conselho de Administração exerce o papel de guardião do propósito, dos valores, do objeto social da organização e de seu sistema de governança, conforme indica o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. Assim, cabe aos diretores alimentar o Conselho com informações fidedignas e implementar suas resoluções, e ao Conselho questionar, aconselhar e monitorar os diretores, formando assim um sistema de freios e contrapesos internos para proteger a companhia e os acionistas.

## 1.4 Responsabilidade civil, administrativa e penal dos diretores

Os diretores que descumprem o dever de diligência se expõem a consequências em três esferas de responsabilidade distintas, porém frequentemente inter-relacionadas: a civil, a administrativa e a penal.

Na esfera civil, o descumprimento dos deveres fiduciários pelo administrador, seja dever de diligência, lealdade ou quaisquer outros, pode gerar a obrigação de reparar os danos causados à companhia, aos acionistas ou até a terceiros lesados. A Lei das S.A., em seu art. 158 (conforme mencionado acima), prevê que os administradores respondem civilmente pelos prejuízos que causarem em virtude de ato regular de gestão, seja por ação ou omissão com culpa ou dolo.

Não há, na norma mencionada, uma definição exata do “ato regular de gestão”. Essa abrangência reforça a intenção da lei em evitar a especificação, o que lhe garante maior aplicabilidade e maior relação com o respectivo objeto social das empresas, dado que “atos regulares de gestão” variam a depender do tipo de atuação da companhia. Não obstante, Eizirik opta por delimitar de maneira mais concreta a definição de “ato regular de gestão”, que ele entende como

“(…) aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social. Assim, serão irregulares os atos em violação da lei ou do estatuto; é o que ocorre, por exemplo, se o administrador, visando à obtenção de vantagem, deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse da companhia, infringindo o artigo 155, hipótese em que responderá pessoalmente pelos danos causados à companhia, por ter praticado ato irregular de gestão.” (EIZIRIK, 2021).

Segundo Eizirik, a função da responsabilização civil dos administradores visa não apenas a reparação do dano incorrido pelo lesado com a característica função reparadora da responsabilidade civil, mas também (como uma extrafinalidade) um meio de controle da atuação dos administradores, que possui demasiado poder e “importante poder decisório”.

Tendo em vista esse caráter de controle, a Lei das S.A. é justa ao determinar que a responsabilidade dos administradores é subjetiva e depende, sempre, da comprovação de culpa ou dolo do agente do ato regular de gestão, assim como é justa ao não responsabilizar os administradores de forma solidária, pelo menos em via de regra.

De acordo com os incisos do art. 158 da Lei das Sociedades por Ações, a responsabilização dos administradores quando, dentro de suas atribuições ou poderes, ele age com culpa ou dolo, ou quando age em violação da lei ou do estatuto. Sobre esse artigo, Ana Frazão reitera:

“(…) a primeira parte da norma é mera consequência da atribuição de personalidade jurídica às sociedades anônimas. De fato, como órgãos, os administradores vinculam, com seus atos ordinários, apenas a pessoa jurídica e não a si próprios. Para que haja a responsabilidade pessoal dos administradores, é necessário, portanto, que se esteja diante de umas das hipóteses previstas nos incisos do art. 158 da Lei nº 6.404/1976 (...). Na verdade, o art. 158, da Lei nº 6.404/1976, mostra que os administradores serão responsáveis por todos os seus atos dolosos e culposos e não apenas nas hipóteses em que estes digam respeito à violação à lei e aos estatutos. (FRAZÃO, 2025).

Para mais, Frazão entende que, apesar de existir entendimentos doutrinários distintos, o inciso II do art. 158 não pode ser considerado como hipóteses de aplicação da responsabilidade objetiva. Isso, porque, “quando se trata de violação à lei ou aos estatutos (...) já se tem ao menos a presunção de culpa, ainda que esta possa ser afastada”, o que tornaria redundante a repetição da qualificação “com culpa ou dolo” e, por isso, não há essa previsão no dispositivo legal.

Entretanto, por ser considerada presumida a culpa, há parte da doutrina, como a própria Ana Frazão e Eizirik, que entendem necessária a inversão do ônus da prova, que resulta na obrigação do administrador demonstrar que agiu sem culpa ou dolo, mesmo que seu ato tenha sido contrário à lei ou ao estatuto da companhia.

Quanto à solidariedade entre os administradores, o §1º do art. 158 nitidamente afasta a responsabilização dos administradores por atos ilícitos de outros administradores:

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

**§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores,** salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade **o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração** ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral.” (BRASIL, 1976). (Grifo próprio).

Todavia, ainda que não seja responsável, o administrador pode ser alcançado quando for conivente com o ato, quando se negligenciar em descobri-los ou quando tiver ciência de sua ilicitude e ainda sim deixar de agir.

A título de exemplo, Nelson Eizirik retrata que “se um conselheiro tem acesso à informação privilegiada e a utiliza em proveito próprio ou de terceiro, a sua responsabilidade será individual”. Porém, caso seja comprovado que demais conselheiros foram negligentes no vazamento da informação ou na apuração do ato ilícito, haverá sim uma responsabilização solidária entre eles.

Importante destacar, por outro lado, que essas disposições, segundo Eizirik, cabem apenas aos membros do conselho de administração, tendo em vista seu caráter de “órgão de deliberação colegiada”. Quando tratando dos diretores, Eizirik defende que:

“A diretoria não constitui órgão colegiado, tendo cada diretor, individualmente, funções e atribuições próprias, na representação e administração ordinária da companhia. Assim, em princípio, não há solidariedade entre os diretores, que respondem pelos atos praticados na sua esfera de competência individual.” (EIZIRIK, 2021).

Em geral, a companhia é quem tem o direito de ação contra o diretor faltoso (ação social de responsabilidade), mas os acionistas minoritários podem, em nome da companhia, promover a ação se a própria sociedade não o fizer (ação social *uti universi* ou derivativa). Adicionalmente, o art. 159, §7º<sup>11</sup> admite que acionistas ou terceiros busquem diretamente reparar danos que tenham sofrido em razão de atos dos administradores, se esses atos violarem a lei ou o estatuto.

Na esfera administrativa, que diz respeito principalmente à atuação da CVM, os diretores de companhias abertas estão subordinados a deveres legais e regulamentares cujo descumprimento pode ensejar processos administrativos sancionadores perante a CVM, com aplicação de penalidades prevista tanto na Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021, conforme alterada (“Resolução CVM 45”), quanto no art. 11 da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei do Mercado de Capitais”).

Essas penalidades administrativas são: advertência, multa, suspensão da autorização ou registro ou inabilitação temporária para o exercício das atividades previstas em lei, inabilitação temporária 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 CVM, além da proibição temporária por prazo determinado, não só para a prática de atividades ou operações por parte dos integrantes do sistema de distribuição, como também para atuar como investidor, direta e indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

---

<sup>11</sup> **Art. 159.** Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

(...)

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

Exemplos notórios incluem a condenação por unanimidade, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.011654/2019-14 N° 06/2016<sup>12</sup>, de Renato de Souza Duque (na qualidade de diretor de engenharia e serviços da Petrobras) e de Paulo Roberto Costa (na qualidade de diretor de abastecimento da Petrobras), à inabilitação temporária por 15 anos, para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, por terem violado o seu dever de lealdade.

No mesmo processo, outros administradores foram absolvidos da acusação de falta de diligência, demonstrando como a CVM escrutina a conduta individual de cada gestor.

Dentre outros casos, observa-se uma tendência de endurecimento das sanções administrativas e de expansão das responsabilidades cobradas. No caso mencionado da Vale (Brumadinho), a CVM aplicou multa de R\$27 milhões a um diretor por entender que ele faltou com seu dever de diligência na gestão de riscos, como visto.

Em síntese, as infrações regulatórias ligadas ao dever de diligência vêm recebendo tratamento rigoroso e, além das sanções aplicáveis, a condenação administrativa por falta de diligência costuma gerar forte abalo reputacional ao profissional e pode servir de prova ou indicativo de culpa em eventuais ações judiciais civis contra determinado administrador.

Vale notar que, no afã de aprimorar a governança e a transparência, a CVM emitiu novas resoluções após a recente reformulação regulatória (em vigor desde 2021/2022) que acabam por reforçar padrões de conduta dos administradores. A Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, conforme alterada (“Resolução CVM 44”), que substituiu a Instrução CVM 358, endureceu as regras de divulgação de informações sobre atos ou fatos relevantes, exigindo dos diretores um controle maior na prevenção de vazamentos e no dever de informar.

A Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022, conforme alterada (“Resolução CVM 80”), que substituiu a Instrução CVM 480, consolidou as obrigações de prestação de informações periódicas e eventuais, incluindo a necessidade de os diretores declararem formalmente a veracidade e completez das informações contidas no Formulário de Referência, o que responsabiliza diretamente o Diretor Presidente e o Diretor de Relações com Investidores pela qualidade das informações ao mercado, assim como reitera o caráter da responsabilização

---

<sup>12</sup> Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.011654/2019-14 N° 06/2016 Rel. Diretor Henrique Machado, j. em 24 de agosto 2020.

dos administradores pelo cumprimento do dever de diligência e a individualização e/ou restrição de tal responsabilização.

Já a Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada (“Resolução CVM 160”), atualizou as normas de ofertas públicas, padronizando prospectos e impondo diligências na divulgação de riscos, o que pode alcançar diretores em caso de declarações insuficientes, falsas, imprecisas, inconsistentes ou desatualizadas em emissões de valores mobiliários. Por fim, a Resolução CVM nº 23, de 2021 conforme alterada (“Resolução CVM 23”), reorganizou os procedimentos sancionadores, mas também listou circunstâncias agravantes e atenuantes, sinalizando que a demonstração de adoção de boas práticas de governança (como existência de controles internos eficazes e a atuação tempestiva diante de problemas) pode mitigar penalidades, ao passo que a omissão deliberada de administradores agrava.

Em conclusão, na esfera administrativa os diretores estão sujeitos a responsabilização por quaisquer atos ou omissões que afrontem deveres legais/regulatórios de gestão honesta e cuidadosa, sendo a CVM ativa na apuração de casos envolvendo prejuízo a acionistas minoritários, distorção de informações e falhas de controles nas companhias abertas brasileiras.

Por fim, cumpre abordar a possível responsabilidade penal dos diretores, quando suas condutas ultrapassam o campo da ilicitude civil e administrativa mencionadas acima e configuram crimes previstos em lei.

Ary Azevedo Franco Neto, ao tratar da responsabilidade de administrador de companhia, no livro *Direito Societário – estudo sobre a lei de sociedade por ações*, resgata lição de Nélson Hungria que delimita a ilicitude jurídica:

“(…) não há falar-se de um ilícito administrativo ontologicamente distinto de um ilícito penal. A separação entre um e outro atende apenas a critérios de conveniência ou de oportunidade, afeiçoados à medida do interesse da sociedade e do Estado, variável no tempo e no espaço. Conforme acentua BELING, a única diferença que pode ser reconhecida entre as duas espécies de ilicitude é de quantidade e de grau; está na maior ou menor gravidade ou imoralidade de uma em cotejo com a outra. O ilícito administrativo é um minus em relação ao ilícito penal.” (HUNGRIA, 1945, apud FRANCO NETO, 2012).

Tendo em vista a impossibilidade de distinção, faz-se necessária a análise da responsabilização dos diretores também na esfera penal.

Embora originalmente a Lei das S.A. trouxesse um rol de delitos, no já revogado seu Capítulo XIX, a maioria dos crimes envolvendo companhias abertas está hoje prevista em

legislação extravagante, notadamente: a Lei do Mercado de Capitais, que após reformas incriminou condutas como *insider trading*<sup>13</sup> (uso de informação privilegiada), positivada no art. 27-D, manipulação de mercado, previsto no art. 27-C<sup>14</sup>, entre outras; o Decreto-Lei nº 2.848 de 7 de dezembro de 1940, o Código Penal, que tipifica, por exemplo, a falsificação de demonstrações contábeis (art. 177)<sup>15</sup>, a corrupção privada, a apropriação indébita, etc.; e em leis especiais, como a Lei 7.492, de 16 de junho de 1986, conhecida como Lei de Crimes do Colarinho Branco, que incrimina a gestão temerária ou fraudulenta de instituições financeiras, podendo ser aplicada analogicamente a administradores de companhias em certos contextos – e leis fiscais, ambientais e de falências, que trazem crimes específicos para atos ilícitos nessas searas.

Sobre esse tema, Leonardo Henrique Mundim Moraes Oliveira cita Paschoal Mantecca para explicar que “a gestão temerária se traduz pela impetuosidade com que são conduzidos os negócios, o que aumenta o risco de que as atividades empresariais terminem por causar prejuízos a terceiros, ou por malversar o dinheiro empregado na sociedade infratora”. Leonardo Oliveira ainda explica que para a gestão fraudulenta, que se caracteriza pela ilicitude dos atos praticados de maneira ardilosa e conscientemente fraudulenta, é necessária a imputação de responsabilidade e mesmo para a caracterização do tipo, que a intenção do acusado seja devidamente verificada, sendo que a modalidade culposa só é punível em havendo expressa previsão legal.

Em todos esses casos, se o diretor participar de ato ilícito que preencha os elementos do tipo penal, ele poderá e será responsabilizado criminalmente. Para ilustrar, o crime de manipulação de mercado, muito pertinente a administradores de companhias abertas que

---

<sup>13</sup> **Art. 27-D.** Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

**Pena** – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

<sup>14</sup> **Art. 27-C.** Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

**Pena** – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

<sup>15</sup> **Art. 177** - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

**Pena** - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

eventualmente maquiarem informações ou manipulam ações, prevê pena de 1 a 8 anos de reclusão mais multa de até 3 vezes a vantagem obtida.

Já o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) também sujeita o diretor infrator a reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o ganho obtido ou perda evitada. Se a manipulação ou fraude causar prejuízo a terceiros, os gestores envolvidos podem ser acusados ainda de estelionato ou crimes contra a economia popular, dependendo do caso.

Importante salientar que a responsabilidade penal dos administradores é pessoal e subjetiva. Como mencionado acima, é principiológico do direito penal que só haja condenação se ficar provado que o diretor teve conduta dolosa ou culposa, e participou, de forma objetiva, do ato criminoso.

Não existe, no direito brasileiro, responsabilidade penal objetiva, logo um diretor só responderá criminalmente por atos da companhia se estiver configurado seu envolvimento e intenção (ou negligência grave, no caso de crimes culposos), desde que demais diretores e administradores não tenham concorrido para a prática do ato ilícito.

Em resumo, os diretores de sociedades por ações respondem civilmente, reparando perdas patrimoniais causadas por sua falta de diligência administrativamente, sofrendo penalidades impostas por órgãos reguladores (notadamente a CVM) por infrações a deveres funcionais e penalmente, quando suas ações configuram crimes tipificados, sujeitando-se a processos criminais e sanções de privação de liberdade ou multa.

Essas esferas não são excludentes, pelo contrário, como mencionado na citação a Néelson Hungria, há interdisciplinariedade e um mesmo fato pode convergir essas responsabilidades. Em última análise, a atuação diligente, informada, ética e conforme a lei é a melhor salvaguarda para que os diretores exerçam suas funções sem incorrer em responsabilidade, sendo esse o cerne da boa governança corporativa e da confiança no mercado de capitais.

## **CAPÍTULO II – A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DEVER DE DILIGÊNCIA**

### **2.1 Princípios da governança corporativa (IBGC, OCDE, CVM)**

Os princípios norteadores da governança corporativa constituem a base para práticas que asseguram a boa condução das sociedades e a proteção de investidores e demais partes interessadas. De acordo com o IBGC, esses princípios são a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e responsabilização corporativa.

Tais princípios permeiam todas as práticas e conferem sentido às recomendações, auxiliando a interpretação e aplicação, sendo que propõem aperfeiçoar a administração das empresas, complementando as normas legais, estatutárias e corporativas, assim como orientando o comportamento dos gestores e fornecendo linhas de conduta recomendáveis, como explica Nelson Eizirik.

Segundo o IBGC, a governança corporativa é um sistema que dirige, monitora e incentiva as empresas, por meio do envolvimento de seus sócios, conselho de administração, diretoria e outras partes.

“(…) sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBGC, 2023).

Quanto à transparência, o Código das Melhores Práticas Corporativas representa esse princípio como o desejo de informar, de forma “espontânea, franca e rápida” todas as partes interessadas. Para isso, indica que a administração deve cultivar um fluxo aberto de comunicação, pois da boa comunicação interna e externa decorre um clima de confiança, essencial para o valor e a reputação da companhia.

A equidade refere-se ao tratamento justo e isonômico de todos os acionistas e demais stakeholders. Conforme o IBGC, a equidade se concretiza pela proteção dos direitos de todos os grupos, sem privilégios indevidos. No âmbito da OCDE, esse princípio corresponde à *equitable treatment* (tratamento equitativo), assegurando que nenhum acionista prejudicado por decisões tomadas em benefício de outro grupo. A equidade conecta-se a diversos dispositivos da legislação societária brasileira que visam coibir abusos de controle e conflitos de interesse,

a exemplo dos arts. 115, §1<sup>o</sup><sup>16</sup>, e 117<sup>17</sup> da Lei das S.A., e é reforçada por regras específicas como as que regem operações com partes relacionadas e ofertas públicas equitativas aos acionistas.

No âmbito da prestação de contas (*accountability*), implica-se aos agentes de governança o dever de prestar contas de seus atos, de forma clara e responsável, assumindo integralmente as consequências de suas decisões.

Maurício Moreira Menezes, ao tratar do tema, indica que cabe aos administradores a “iniciativa do fornecimento dos dados exatos e completos sobre a situação financeira e negocial da companhia” para que os acionistas possam formar seu convencimento.

O autor reforça que dentre as medidas de *accountability*, recomenda-se:

“(i) adoção e manutenção (com constante revisão e melhoria) de sistemas e controles internos destinados a promover a transparência e a prevenir conflitos de interesses; (ii) estabelecimento de critérios apropriados e objetivos para a contratação de terceiros, observadas as bases de mercado; (iii) transparência com relação às diligências adotadas no processo de tomada de decisões e com relação à sua eficiência; (iv) integral prestação de contas, com o detalhamento de informações quanto à organização e funcionamento da gestão dos negócios sociais.” (MENEZES, 2025).

Por fim, com relação à responsabilidade corporativa, o compromisso dos conselheiros e executivos com a perenidade da organização e a incorporação de considerações sociais e ambientais nas decisões de negócio significa que a estratégia empresarial deve contemplar não apenas os interesses dos acionistas em lucro, mas também os impactos para a comunidade, empregados, meio ambiente e demais acionistas.

O IBGC define que esse princípio representa uma visão ampliada da gestão, incluindo a função social da empresa e sua perpetuação no longo prazo, por meio do desenvolvimento sustentável.

Em síntese, os princípios de transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa – consagrados por IBGC, OCDE e referendados pela CVM – formam um conjunto coeso de diretrizes que orientam a atuação dos administradores no interesse da companhia e de seus stakeholders. Tais princípios se refletem diretamente nos deveres fiduciários previstos em

---

<sup>16</sup>**Art. 115.** O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

<sup>17</sup>**Art. 117.** O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

lei, notadamente no dever de diligência e no dever de lealdade, servindo como parâmetros para avaliar a conduta de diretores e conselheiros. A seguir, será abordada a estrutura de controles internos e o papel da diretoria na efetivação do dever de diligência, bem como a responsabilidade decorrente de seu descumprimento.

## **2.2 Estrutura de controles internos e o papel da diretoria**

Uma consequência direta do dever de diligência é a obrigação dos administradores de implementar e zelar por sistemas eficazes de controle interno e compliance na companhia. Esses mecanismos funcionam como ferramentas pelas quais a diretoria e o conselho de administração monitoram as operações da empresa, previnem fraudes, erros e omissões, e asseguram a conformidade com leis e regulamentos.

A importância dos controles internos na governança é tal que, nas últimas décadas, a supervisão e fiscalização tornaram-se tão relevantes quanto a própria gestão executiva, justificando inclusive a separação dessas atividades para garantir independência na fiscalização [professoraanafrazae.com.br](http://professoraanafrazae.com.br). Como observa Ana Frazão, há uma preocupação crescente em estruturar soluções de governança que priorizem gestão de riscos, supervisão e controle, o que se traduz na criação de órgãos societários específicos, como comitês de auditoria, comitês de riscos, conselhos fiscais etc. Tais órgãos de controle reforçam o dever de diligência dos administradores, pois funcionam como freios e contrapesos” internos que permitem detectar e corrigir desvios na condução dos negócios.

Os sistemas de controle interno devem ser desenhados de forma a possibilitar que os atos da diretoria executiva sejam adequadamente monitorados pelo conselho de administração e demais instâncias fiscalizadoras, conforme explicitado pelo Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, no Processo Administrativo Sancionador CVM N° 18/08<sup>18</sup>:

“As pessoas envolvidas com o sistema de gerenciamento de riscos não podem estar unicamente subordinadas aos executivos responsáveis pelas operações. Executivos financeiros possuem interesses conflitantes com a gestão de riscos e devem ser monitorados de forma independente. É de pouca valia um sistema de monitoramento de riscos que esteja subordinado ao executivo responsável pela elaboração das operações.” (LOPES, 2010).

Em decisões administrativas, a CVM já ressaltou, como demonstrado anteriormente, que compete aos conselheiros exigir e se valer de relatórios financeiros e operacionais que

---

<sup>18</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM N° 18/08. Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, j. em 14 de dezembro de 2010.

evidenciem riscos atípicos, atuando prontamente frente a “sinais de alerta” de irregularidades, também conhecidos como “*Red Flags*”.

O não estabelecimento ou o desrespeito a controles internos configura falta de diligência, uma vez que do dever de diligência envolve a observância do modelo interno de governança, o respeito às competências, o conhecimento e o cumprimento de leis, o uso de informações necessárias à tomada de decisão e a permanente busca do melhor resultado para os interesses da companhia, como explica Rodrigo Monteiro de Castro.

Em termos normativos, diversos diplomas legais e regulatórios exigem ou incentivam a existência de controles internos robustos. A Lei nº 6.404/76, ao definir no art. 153 o dever de diligência, não detalha mecanismos concretos, mas requer que o administrador atue com “o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo”, utiliza na gerência seus próprios negócios o que, em uma sociedade complexa como uma sociedade por ações de capital aberto, implica instituir controles e acompanhar seus resultados, fiscalizando diligentemente as atividades.

Além disso, leis posteriores trouxeram exigências mais específicas. Na Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, conforme alterada (“Lei Anticorrupção”), estimula-se programas de compliance corporativo, criando inclusive uma responsabilidade solitária a empresas de um mesmo grupo econômico<sup>19</sup>; a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, conforme alterada (“Lei das Estatais”) tornou obrigatórios comitês de auditoria<sup>20</sup> e regras de compliance em empresas públicas, desenvolvendo uma forma de verificação da conformidade do processo de indicação e de avaliação de membros para o conselho de administração e para o conselho fiscal, assim como a necessidade desse próprio comitê atender a procedimentos e políticas internas<sup>21</sup>, demonstrando sua diligência e atuação baseada no mencionado sistema de freios e contrapesos.

Para companhias abertas, o texto da Resolução CVM 80, hoje, consolida tais disposições, incluindo o anexo D - Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (“Anexo D”) no qual a companhia deve relatar se segue

---

<sup>19</sup> **Art. 4º** Subsiste a responsabilidade da pessoa jurídica na hipótese de alteração contratual, transformação, incorporação, fusão ou cisão societária.

**§ 2º** As sociedades controladoras, controladas, coligadas ou, no âmbito do respectivo contrato, as consorciadas serão solidariamente responsáveis pela prática dos atos previstos nesta Lei, restringindo-se tal responsabilidade à obrigação de pagamento de multa e reparação integral do dano causado.

<sup>20</sup> **Art. 10.** A empresa pública e a sociedade de economia mista deverão criar comitê estatutário para verificar a conformidade do processo de indicação e de avaliação de membros para o Conselho de Administração e para o Conselho Fiscal, com competência para auxiliar o acionista controlador na indicação desses membros.

<sup>21</sup> **Parágrafo único.** Devem ser divulgadas as atas das reuniões do comitê estatutário referido no caput realizadas com o fim de verificar o cumprimento, pelos membros indicados, dos requisitos definidos na política de indicação, devendo ser registradas as eventuais manifestações divergentes de conselheiros.

práticas recomendadas de governança, dentre elas ter um comitê de auditoria estatutário independente, uma política formal de gestão de riscos e controles internos eficientes.

Por exemplo, o princípio 4.1 do Código Brasileiro de Governança, que deve ser atendido para fins do Anexo D preconiza que “a companhia deve ter um comitê de auditoria estatutário, independente e qualificado”, do mesmo modo, o princípio 3.1 estabelece que “a diretoria deve gerir os negócios da companhia com observância aos limites de risco e às diretrizes aprovados pelo conselho de administração. Essas diretrizes deixam claro que a diligência corporativa e administrativa abrange a implementação de controles de risco e o respeito às políticas definidas pelo conselho, cabendo aos diretores reportarem desvios, atuar corretivamente e implementar os controles internos e de compliance nos moldes estabelecidos pelo conselho.

### **2.3 A responsabilidade dos diretores sob a ótica da CVM**

No ordenamento brasileiro, o dever de diligência dos administradores está positivado no art. 153 da Lei das Sociedades por Ações e se trata de um padrão legal de conduta, que à primeira vista, pode ser entendido como o *bonus pater familiae* (o “bom pai de família” do direito romano). Contudo, a interpretação contemporânea desse dever reconhece que o parâmetro exige algo além da mera diligência comum. Nelson Eizirik salienta que, enquanto o *bonus pater familiae* visa essencialmente à conservação do patrimônio familiar, entretanto, para o administrador de companhia aberta é necessária a atuação orientada à prossecução do objeto social e à geração de lucros, tendo em vista que a finalidade lucrativa é da essência das sociedades por ações, como indicado no art. 2º da Lei das S.A.<sup>22</sup>.

Em outras palavras, o simples zelo conservador do patrimônio, esperado do pai de família, não esgota o dever de diligência do administrador profissional, que precisa agir proativamente para multiplicar o patrimônio social e agregar valor aos acionistas. Ademais, Eizirik observa ser inadequado equiparar a relação administrador-sociedade a um contrato de mandato civil (onde se aplica o padrão do mandante prudente), pois a responsabilidade do administrador de S.A. é mais ampla e não se limita aos deveres do mandatário tradicional. O dever de diligência requer do diretor conhecimento do negócio, acompanhamento assíduo da gestão e adoção de todas as medidas razoáveis para assegurar a saúde e a lucratividade da empresa, sempre dentro da legalidade e dos princípios da boa governança.

---

<sup>22</sup> **Art. 2º** Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de **fim lucrativo**, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. (Grifo próprio).

A CVM, no exercício de sua função reguladora e sancionadora do mercado de capitais, tem um papel fundamental na interpretação e fiscalização do dever de diligência dos administradores de companhias abertas. A autarquia não apenas edita normas que concretizam aspectos desse dever, mas também julga, na esfera administrativa, os processos sancionadores envolvendo eventuais violações.

Do ponto de vista normativo, a CVM incorporou princípios de diligência em diversas normas. Um exemplo é a já mencionada Resolução CVM 80, que ao exigir transparência sobre estruturas de governança das companhias, incentiva indiretamente a adoção de práticas diligentes. Outra norma relevante é a Resolução CVM 45, que disciplina o rito dos processos administrativos sancionadores e a dosimetria de sanções. Embora essa segunda resolução verse sobre procedimentos, ela reflete uma preocupação da CVM em assegurar previsibilidade e proporcionalidade na responsabilização de administradores e demais infratores de seus dispositivos.

As novas regras de dosimetria buscam trazer segurança jurídica, inclusive nos casos de infração a deveres fiduciários, ponderando fatores como a gravidade da conduta, dano causado, grau de culpa (negligência, imprudência, imperícia ou dolo) e colaboração do acusado. Na prática, isso significa que a CVM tem critérios mais claros para, por exemplo, distinguir uma falta leve de diligência (passível talvez de advertência) de uma negligência grosseira que gere perdas aos investidores (sujeita a multas elevadas ou inabilitação do administrador, além das demais sanções administrativas, previstas no já mencionado art. 11 da Lei do Mercado de Capitais).

No âmbito interpretativo, a CVM historicamente adotou postura relativamente cautelosa ao imputar sanções por mero descumprimento do dever de diligência, especialmente quando não há indícios de má-fé ou vantagem indevida, como veremos abaixo.

Essa prudência se assemelha à aplicação, no contexto administrativo, da dita *business judgment rule* do direito norte-americano. Em julgados marcantes, membros do Colegiado da CVM já invocaram expressamente padrões análogos à *business judgment rule*. No caso Gerda S.A.<sup>23</sup>, que envolvia suspeita de violação ao dever de diligência e lealdade por conselheiros na aprovação de uma reestruturação societária, o Diretor Henrique Machado destacou em seu voto que, ao avaliar decisões de negócio dos administradores, deve-se adotar o padrão de revisão da

---

<sup>23</sup> PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/7929. Diretora Relatora: Flávia Sant'Anna Perlingeiro, j. em 22 de setembro de 2020.

*business judgment rule*, segundo o qual, na ausência de indícios de má-fé, fraude, interesse pessoal ou de qualquer vício procedimental na decisão, presume-se que a decisão do administrador foi regular.

Em outras palavras, se os conselheiros agiram informados, sem conflito de interesses e seguindo um processo adequado, a CVM tende a não responsabilizá-los pelo mero insucesso ou consequências desfavoráveis da decisão (o chamado *mérito empresarial* é resguardado). Nesse caso Gerdau, houve intenso debate no Colegiado, uma vez que a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro votou por condenar os conselheiros por violação ao art. 154 (dever de lealdade, entendendo que favoreciam indevidamente as controladoras), enquanto dois Diretores divergiram, invocando a *business judgment rule* e a inexistência de prova de má-fé, para absolvê-los.

O resultado foi um empate na votação quanto a esse ponto, prevalecendo a solução mais favorável aos acusados, a absolvição, nos termos da então Instrução CVM 607, que ainda estava vigente na época do julgamento, demonstrando assim a relutância da CVM, naquele momento, em punir administradores por escolhas de negócio discutíveis, a menos que ficasse evidenciado algum desvio de dever além da simples má decisão – por exemplo, conflito de interesse ou violação de procedimento.

Não obstante e como demonstrado na ocasião do julgamento, a relativização da deferência típica da *business judgment rule* gera debates, apontando Ana Frazão que exigir padrões muito estritos de diligência sem considerar o contexto pode trazer insegurança aos administradores, ao passo que outros entendem que um *enforcement* mais enérgico é necessário para coibir comportamentos omissivos complacentes.

Outro precedente relevante da Autarquia é o caso dos Processos Administrativos Sancionadores CVM 19957.004588/2020-51 e 19957.002220/2021-30<sup>24</sup>, conexos em razão de sua matéria. Embora não se trate de administradores de S.A., esse julgamento mostra uma tendência de ampliar a fiscalização da diligência fiduciária em diferentes segmentos do mercado, assim como reforça o caráter principiológico da fiscalização e das sanções.

Em seu voto unificado, o Diretor Relator João Accioly é bastante razoável quando explica que:

“a diligência é a forma pela qual os responsáveis devem agir com a estrutura que têm. Não podem ser o fato típico da *quebra do dever de diligência*. Se a estrutura atende

---

<sup>24</sup> Processos Administrativos Sancionadores CVM 19957.002220/2021-30 (“PAS BFL-Austro”) E 19957.004588/2020-51 (“PAS BFL-Catânia). Relator João Accioly, j. em 09 de julho de 2024.

ou não a expectativas subjetivas de quem as examina, sem regra legal ou infralegal que torne obrigatórios os procedimentos e controles cuja falta a inspeção chama de “fragilidades”, esse mero descompasso entre a opinião subjetiva do fiscal ou julgador sobre o que seria uma estrutura “adequada” e o que ele constata ao inspecionar uma entidade regulada não pode constituir violação ao dever de diligência” (ACCIOLY, 2024.)

Quando a CVM condena gestores de fundos de investimento por violação ao dever de diligência na aquisição de ativos, o faz em razão da ausência de análise cuidadosa, por parte da gestora e o administrador fiduciário do fundo na compra de certos créditos privados de risco, descumprindo normas que os obrigavam a diligenciar na seleção de investimentos para proteger os cotistas.

A Diretora Marina Coppola, em manifestação de voto, teceu considerações sobre o alcance do dever de diligência, indicando consenso no Colegiado de que a atuação aquém do esperado, ainda que sem má-fé, justificava sanção para prevenir condutas negligentes no mercado de capitais.

Corroborando com esse ponto, o Relator indica que apesar de sutil, existe uma diferenciação relevante na diferenciação da ausência de estruturar de governança e “fragilidades” da estrutura existente. Sendo que no caso analisado, entendo o Colegiado que falta de determinadas características causou as irregularidades nas aquisições, indagando inclusive o rigor do cumprimento do dever de diligência e a manutenção dos investimentos dentro da política do fundo caso tais ausências nas estruturas não existissem.

Desta forma, entende-se que o dever de diligência, sob a ótica da CVM, não é meramente simbólico, administradores omissos podem ser punidos com multas, inabilitação temporária para cargos de administração em companhia aberta e outras penalidades, conforme a gravidade do caso e os diretores de S.A. são responsáveis, na esfera administrativa, por zelar para que suas decisões sejam tomadas com o grau de cuidado esperado de um gestor profissional prudente e probo.

## **2.4 Jurisprudência e precedentes relevantes**

Diversos julgados da CVM nos últimos anos trataram do descumprimento do dever de diligência por diretores e conselheiros de sociedades por ações de capital aberto, estabelecendo precedentes importantes sobre o tema. Nesta seção, selecionam-se alguns casos emblemáticos,

comentando seus contextos e os principais fundamentos jurídicos utilizados pela CVM em cada decisão.

Em primeiro, temos o caso da Aracruz Celulose S.A.<sup>25</sup>. Em 2008, a Aracruz Celulose S.A. sofreu perdas bilionárias decorrentes de operações com derivativos de câmbio (instrumentos financeiros conhecidos como *swap* e *forward*). A volatilidade do dólar naquele ano expôs a companhia, que havia assumido posições especulativas além do que sua política de proteção patrimonial (*hedge*) permitia. A CVM instaurou processo sancionador acusando o Diretor-Presidente da Aracruz de falta de diligência ao se omitir no acompanhamento da política financeira e não se inteirar das novas operações realizadas pela Diretoria Financeira, as quais sabia estarem em curso, mas cujos riscos não foram devidamente divulgados nas notas explicativas das demonstrações financeiras.

Além disso, acusou dois membros do Conselho de Administração de não terem diligenciado no sentido de obter maiores informações acerca das contratações de derivativos de que tomaram conhecimento por relatórios, ignorando indicadores de risco (sinais de alerta ou “*Red Flags*”) que se apresentavam. Também três integrantes do Comitê Financeiro foram acusados de não atuarem com a diligência devida, pois deixaram de buscar informações necessárias para acompanhar e avaliar os resultados da política financeira adotada.

Resumidamente, a CVM entendeu que houve uma falha coletiva de supervisão e controle: a diretoria executiva excedeu limites de risco sem controle, o CEO não monitorou nem reportou adequadamente, e o conselho/comitê não cobrou explicações nem percebeu a gravidade da exposição cambial. O processo foi solucionado em 2012 com a celebração de Termos de Compromisso pelos acusados, evitando uma decisão condenatória formal, uma vez que, para a Autarquia, o valor do compromisso era “proporcional à gravidade das acusações formuladas (...), sendo, em especial, suficiente para desestimular a prática de condutas assemelhadas”.

Contudo, o serviu de precedente pedagógico. Ficou evidenciado que a CVM considera parte integrante do dever de diligência o gerenciamento adequado de riscos financeiros, cobrando dos administradores (executivos e conselheiros) ação vigilante nesse aspecto.

---

<sup>25</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM 16/2008. Relator SGE – Superintendente Geral Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 04 de dezembro de 2012.

Outro caso relevante no contexto do dever de diligência é o caso da Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS<sup>26</sup>. Este caso envolveu a contratação, pela Petrobras, de navios-sonda para exploração de petróleo, com alegação de sobrepreço e pagamento de propina a administradores (fatos investigados na Operação Lava Jato). A CVM acusou o diretor internacional da Petrobras Nestor Cerveró por violação do dever de lealdade (art. 155) ao propor e votar favoravelmente, em troca de vantagens pecuniárias indevidas, pela contratação da construção dos navios-sonda.

Outros sete diretores (incluindo dois ex-Presidentes, um ex-Diretor Financeiro e outros executivos) também foram indiciados pela violação do dever de diligência (art. 153) ao aprovarem tais negócios lesivos sem a devida cautela. Segundo a acusação, esses administradores deveriam ter questionado os termos das contratações, que envolviam custos altíssimos e condições atípicas, mas limitaram-se a aprová-las em reuniões executivas, possivelmente confiando uns nos outros ou desconhecendo detalhes cruciais.

O julgamento na CVM, que ocorreu em dezembro de 2019, resultou na condenação exemplar de Nestor Cerveró, sendo que culminou em 15 anos de inabilitação, multas de R\$ 1,2 milhão e na declaração de prescrição para os demais, por decisão majoritária. Apesar de a punição efetiva ter recaído apenas sobre Cerveró, o caso deixou importante precedente, em que a CVM sinalizou que todos os membros da diretoria executiva tinham o dever de diligência de examinar criticamente projetos de grande relevância e valor e não poderia ser afastada, ainda que prescrita, que a atuação dos diretores não foi diligente:

“Registro, entretanto, ter restado demonstrado que os navios-sonda foram contratados sem prévio procedimento licitatório e a partir de processo de negociação informal, conduzido sem qualquer registro documental capaz de torna inequívoca a necessidade e a conveniência de sua realização. (...) Diante da natureza, gravidade, amplitude e reiteração das condutas criminosas descritas neste processo (...), é insustentável a tese de que os administradores da Companhia atuaram com a diligência deles esperada seja no ato das deliberações que a aprovaram as contratações, seja na adoção de regras de governança do colegiado proporcionais à maior companhia aberta brasileira.” (GONZALEZ, 2019).

Ficou patente que apesar da CVM não ter a proferido juízo de mérito devido à prescrição, o relatório do processo indica que a atuação deles foi considerada muito aquém do esperado e qualifica-se como um descumprimento do dever de diligência. Assim, ressalta-se que se a CVM tiver elementos suficientes e dentro do prazo, poderá responsabilizar administradores quando a falta de diligência for flagrante.

---

<sup>26</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.009805/2019-66 (08/2016). Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. em 16 de dezembro de 2019.

Em síntese, a jurisprudência administrativa da CVM consolidou o dever de diligência como parâmetro concreto de responsabilização. Exigindo-se que administradores se informem antes de decidir, mantenham controles internos eficazes, fiscalizem a execução das políticas aprovadas e ajam diante de indícios de irregularidade. A boa-fé e a fundamentação técnica asseguram a proteção da *business judgment rule*, mas casos como os mencionados confirmam que decisões baseadas em descuido, e não em infortúnio empresarial, geram responsabilidade.

## **CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASO: AMERICANAS S.A.**

### **3.1 Descrição da situação contábil**

Em janeiro de 2023, a Americanas S.A. divulgou um fato relevante de que havia identificado “inconsistências contábeis” em lançamentos redutores da conta de fornecedores referentes a exercícios anteriores, incluindo 2022. A empresa estimou inicialmente que esses lançamentos indevidos totalizavam cerca de R\$20,3 bilhões, valor que acabou sendo ampliado por investigações posteriores. Investigações internas e revisões dos balanços, indicaram que o rombo real alcançava aproximadamente R\$25,3 bilhões. Tal alteração e a passagem despercebida desses valores provocou forte abalo na confiança de investidores e exigiu imediata reestruturação financeira da companhia.

Para mascarar essa dívida, foram empregados esquemas contábeis sofisticados. Identificou-se que a antiga diretoria criou contratos fictícios de Verba de Propaganda Cooperada (“VPC”), contabilizados sem lastro financeiro e lançados como descontos (redutores do custo de mercadorias). Esses contratos falsos foram lançados no balanço de fornecedores, gerando cerca de R\$17,7 bilhões de reduções indevidas em passivo. Em paralelo, operava-se artificialmente o mecanismo conhecido como “risco sacado”, um tipo de financiamento de estoques com fornecedores, lançando tais operações no passivo e inflando-o em cerca de R\$18,1 bilhões. Como consequência, o passivo consolidado apresentava lançamentos simétricos: R\$18,1 bilhões de aumento (risco sacado) e R\$17,7 bilhões de redução (VPC), que praticamente se compensavam, restando apenas cerca de R\$ 400 milhões visível no balanço. O comitê de investigação independente da Americanas confirmou que o rombo bilionário foi causado principalmente por lançamentos indevidos via contratos fictícios de VPC e operações fraudulentas de risco sacado.

As fraudes envolveram diversos exercícios contábeis. Apurações indicaram que havia contratos vencidos desde pelo menos 2016 que nunca foram pagos. O fato relevante de janeiro de 2023 referiu-se genericamente a lançamentos de exercícios anteriores e mencionou explicitamente que inconsistências foram encontradas até 2022. Em relatórios investigativos, foi apontado ainda que as discussões para ocultar operações de risco sacado se intensificaram entre 2016 e 2017, após uma mudança regulatória da CVM exigir mais transparência nessas transações.

O caso expôs graves falhas na governança corporativa e na fiscalização contábil. As investigações internas da Americanas concluíram que “as demonstrações financeiras da

companhia vinham sendo fraudadas pela diretoria anterior”. O próprio fato relevante de junho de 2023 afirma que havia “esforços da diretoria anterior... para ocultar do Conselho de Administração e do mercado a real situação”. Em outras palavras, o esquema foi executado sem o conhecimento do conselho de administração, o que indica desvio dos deveres legais de diligência dos administradores. Nem o conselho fiscal, nem as auditorias (internas e externas) identificaram os acordos simulados com fornecedores, evidenciando um clássico caso de management override – sobreposição deliberada dos controles internos pelos executivos.

Como consequência, os demonstrativos auditados precisaram ser refeitos. A própria Americanas admitiu que foi “vítima de uma fraude sofisticada e muito bem arquitetada” e atribuiu os sucessivos atrasos na publicação dos balanços de 2021/2022 à complexidade de revisar suas demonstrações históricas. Em novembro de 2023, a companhia anunciou que republicaria integralmente os resultados de 2021 e 2022 devido às fraudes contábeis identificadas. No mercado de capitais, a reação inicial foi catastrófica: no pregão imediatamente após o anúncio do rombo, as ações da Americanas (AMER3) despencaram cerca de 77%, fazendo evaporar aproximadamente R\$8,3 bilhões de valor de mercado em um único dia. Esse choque refletiu a súbita perda de confiança dos investidores nos relatórios financeiros da empresa, conduzindo à necessidade de aporte bilionário de capital e à reestruturação das demonstrações contábeis.

### **3.2 A atuação da diretoria e a sobreposição de controles (management override)**

As apurações sobre a crise da Americanas indicam que a antiga diretoria executiva ignorou os controles internos e sinais de alerta contábeis. Em janeiro de 2023, a própria companhia comunicou ao mercado ter detectado graves “inconsistências” em lançamentos redutores do saldo de fornecedores nos balanços anteriores. Em investigação interna, constataram que a diretoria vinha fraudando as demonstrações financeiras e ocultando deliberadamente a real situação patrimonial da empresa do conselho de administração e dos investidores.

Segundo Meneses (2025), “certas evidências” revelavam que a antiga administração maquiava resultados para melhorar artificialmente o lucro, “movendo esforços para ocultar do conselho e do mercado a real situação” da Americanas. Esse encobrimento ocorreu mesmo diante de controles formais. Conforme relatórios preliminares, a companhia identificou

contratos fictícios de VPC criados para reduzir custos sem contrapartida real, além de “financiamentos (...) sem as devidas aprovações societárias” feitos pela diretoria anterior e lançados de forma inadequada no balanço, deixando de buscar a autorização do conselho ou divulgar fatos relevantes, desrespeitando assim aos controles internos e alertas da área contábil.

Os mecanismos e estratégias usados pela diretoria para contornar a governança corporativa foram variados e sofisticados. Primeiro, a gestão executiva concentrou amplos poderes nas mãos de poucos executivos (especialmente o ex-CEO Miguel Gutierrez e o ex-CEO da B2W Anna Saicali), reduzindo a supervisão efetiva do conselho de administração e do comitê de auditoria. Em seguida, adotaram-se “alavancas” contábeis para inflar resultados: bonificações de VPC foram lançadas antecipadamente e não estornadas quando devidas; contratos frios e incentivos comerciais artificiais elevaram provisoriamente o lucro bruto sem efetivo desembolso, assim como operações de risco sacado foram executadas sem registro e controle apropriados.

Paralelamente, a diretoria realizou uma série de financiamentos de curto prazo “sem as devidas aprovações societárias”, contabilizando-os erroneamente em contas de fornecedores, o que gerou caixa rápido, mas violou normas internas e estatutárias. Tais práticas – criar receitas fictícias, postergar o reconhecimento de despesas, usar linhas de crédito não aprovadas pelo conselho – ilustram o *management override*, a alta gestão sobrepõe-se às regras de controle para benefício próprio, tornando ineficazes os mecanismos de governança.

O conceito de management override refere-se justamente à capacidade da administração de sobrepujar controles internos estabelecidos pela companhia, constituindo um risco inerente à auditoria e à governança. Na prática, significa que os administradores podem fraudar ou manipular lançamentos contábeis, apesar das políticas formais de controle. Tal conduta se choca diretamente com o dever de diligência exigido dos administradores pela Lei das S.A. A legislação impõe que os diretores atuem com “o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”:

**Art. 153.** O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, **o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.** (BRASIL, 1976. Grifo Próprio)

Ao ignorar autorizações necessárias e deliberadamente falsear informações financeiras, a diretoria da Americanas violou esse padrão de cuidado. Configura-se também violação ao

dever de lealdade, pois os administradores deveriam atuar sempre em benefício da empresa, não em interesse de grupos restritos. Dessa forma, o management override praticado significa infração aos deveres estatutários: os atos foram praticados com culpa grave (ou dolo) e sem observar as formalidades societárias, contrariando expressamente a diligência exigida a todo administrador responsável.

Os desdobramentos legais dessa conduta têm sido imediatos e severos. Civilmente, a própria Americanas ingressou em procedimento arbitral contra os ex-diretores envolvidos, requerendo indenização pelos danos materiais e morais e o reembolso das custas advindas da fraude. Em assembleia geral realizada em dezembro de 2024, os acionistas aprovaram ajuizar ação de responsabilidade civil contra os ex-gestores, em busca de reparação pelos prejuízos causados. Em paralelo, diversas investigações foram abertas pelas autoridades.

No âmbito administrativo-regulatório, a CVM instaurou processos sancionadores contra executivos da Americanas por divulgação irregular de fatos relevantes e infrações à Lei das S.A. No final de 2024, o colegiado da CVM julgou procedimento contra o ex-CEO Sérgio Rial e o ex-DRI João Guerra, aplicando multa de R\$ 340 mil a cada um pelas omissões e informações imprecisas prestadas ao mercado (violações dos arts. 155 e 157 da Lei das S.A. e normativos da CVM). Além disso, propostas de acordo de leniência apresentadas por Rial e Guerra foram rejeitadas pelo colegiado, levando os casos a julgamento público. Há ainda investigações de compliance interno e potenciais ações civis públicas contra os ex-diretores.

De modo geral, a prática de management override pela diretoria da Americanas acarreta responsabilidade civil (indenização à companhia e a terceiros prejudicados) prevista no art. 159 da Lei das S.A., bem como sanções administrativas pela CVM, como multas, proibição de atuar em empresas abertas e outras penalidades. Todos esses desdobramentos visam reafirmar que não se pode admitir que administradores abandonem o dever de diligência e burlam o regime legal de governança, sob pena de responderem pessoalmente pelas fraudes cometidas.

### **3.3 A atuação dos auditores e os alertas ignorados**

A crise contábil da Americanas S.A. evidenciou não apenas falhas internas de governança, mas também lacunas críticas no trabalho das auditorias independentes contratadas para atestar a veracidade das demonstrações financeiras. Nesse contexto, torna-se imprescindível examinar o papel desempenhado pela PricewaterhouseCoopers Brasil Ltda. (“PwC”), responsável pela auditoria externa da companhia à época dos lançamentos irregulares.

Ainda que a PwC não tenha sido, até o momento, formalmente responsabilizada por conivência ou fraude, crescem os questionamentos quanto à efetividade de sua atuação, especialmente à luz dos princípios do dever de diligência e das obrigações de reporte impostas pela legislação societária brasileira.

As demonstrações financeiras da Americanas vinham sendo fraudulentamente manipuladas ao menos desde 2016, conforme revelado por investigação interna conduzida após a revelação do rombo contábil em janeiro de 2023. Conforme noticiado, tais manipulações envolviam a contabilização de VPC sem respaldo contratual, além de operações de risco sacado omitidas dos balanços oficiais (NIERO, MOREIRA, MATTOS, 2024). Embora os relatórios anuais da PwC tenham sistematicamente atestado a regularidade dos balanços, tais práticas se mantiveram ocultas por anos, o que levanta dúvidas sobre a profundidade e a eficácia dos procedimentos de auditoria realizados.

Segundo Meneses (2024), a própria Americanas, em documentos apresentados à CVM, reconheceu que as demonstrações financeiras estavam sendo deliberadamente fraudadas pela diretoria anterior e que tais distorções escaparam aos mecanismos internos e externos de controle, incluindo a auditoria independente. A persistência das práticas irregulares por vários exercícios sociais seguidos e sua extensão, tornam improvável que os auditores não tenham, ao menos, percebido indícios relevantes de distorções materiais, o que suscita a hipótese de negligência ou de falha técnica grave no cumprimento de seu dever de reportar irregularidades relevantes ao conselho de administração e aos acionistas.

O papel da auditoria independente, nos termos das normas da CVM e dos padrões internacionais de contabilidade (“IFRS”), não se limita à verificação formal de documentos, mas exige análise crítica, confronto de dados e especial atenção a riscos de distorção decorrentes de fraude – notadamente no caso de ações intencionais da alta administração, o chamado *management override*. Nesse sentido, o relatório da investigação da própria Americanas aponta que os contratos de VPC eram fictícios ou sem lastro documental adequado, e que diversas operações financeiras relevantes foram conduzidas sem o devido registro ou comunicação (NIERO, MOREIRA, MATTOS, 2024). Omissões dessa natureza, que escaparam à revisão da auditoria externa, colocam em xeque o cumprimento do dever de diligência por parte da PwC, especialmente diante de obrigações de ceticismo profissional e documentação robusta exigidas pelos órgãos reguladores.

Do ponto de vista jurídico, a responsabilidade do auditor independente, embora distinta da dos administradores da companhia, pode ser apurada nas esferas cível e administrativa. A

Lei das S.A. estabelece, em seu artigo 177, §5º, que os auditores independentes respondem pelos danos que causarem em razão de culpa ou dolo no exercício de suas funções.

Adicionalmente, a Resolução CVM 23 disciplina os deveres dos auditores independentes perante companhias abertas, reforçando a obrigação de comunicar tempestivamente quaisquer fatos relevantes que possam comprometer a fidedignidade das informações financeiras divulgadas ao mercado. Ainda o art. 26, §2º e o art. 27 da Resolução CVM 23, reiteram a responsabilidade não apenas dos administradores, mas também dos auditores independentes no tocante ao seu relatório de revisão de informações intermediárias ou ao relatório de auditoria, nem o desobriga da adoção dos procedimentos de auditoria requeridos nas circunstâncias.

A hipótese de responsabilidade civil dos auditores da Americanas ainda está sob exame pelas autoridades competentes, mas o caso já mobilizou intensamente o debate em torno da eficácia das auditorias externas em ambientes corporativos de alta complexidade. A CVM e o Ministério Público acompanham o caso, e não se descarta a possibilidade de instauração de processos administrativos sancionadores contra a PwC, caso se identifique violação aos padrões profissionais de auditoria ou omissão dolosa ou culposa no reporte das distorções contábeis.

### **3.4 Desdobramentos jurídicos e regulatórios**

Após o anúncio do rombo contábil na Americanas S.A., a CVM criou uma força-tarefa de diversas superintendências para investigar irregularidades e publicou relatórios periódicos sobre o caso. Em outubro de 2024, a Autarquia informou que estavam em andamento dois Inquéritos Administrativos, dois Processos Administrativos Sancionadores e dez outros processos informacionais relacionados à Americanas. No âmbito desses procedimentos, a CVM investigou, por exemplo, negociantes suspeitos de *insider trading*, enquanto, em paralelo, o Ministério Público Federal (“MPF”) abriu investigação criminal dos fatos.

Em março de 2025 o MPF denunciou 13 ex-executivos da Americanas por manipulação de mercado, falsidade ideológica, uso de informação privilegiada e organização criminosa, cobrando indenizações bilionárias por manipulação do mercado de capitais. A denúncia foi encaminhada à 10ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro e aguarda decisão judicial. Notadamente, o MPF fixou valor mínimo de R\$22,8 bilhões para reparação pelo crime de manipulação de mercado, além de somar valores individuais relativos ao uso de informação privilegiada. A CVM firmou convênio técnico com o MPF, compartilhando informações das

apurações no mercado de capitais, de modo que muitos acusados na esfera criminal também respondem em processos sancionadores da CVM.

A CVM instaurou diversos procedimentos punitivos contra administradores da Americanas. Em um dos principais inquéritos apurados (Nº. 19957.000946/2023-08), após colher documentos e ouvir investidores foi possível reunir indícios contundentes de uso indevido de informação privilegiada por diretores antes do fato relevante de 11/1/2023. Este inquérito resultou em acusação formal (Peça de Acusação) contra oito pessoas: os ex-diretores estatutários Miguel Gutierrez, Márcio Cruz Meirelles, José Timótheo de Barros e Anna Christina Saicali, sob a suspeita de violação do dever de lealdade (art. 155, §1º, da Lei das S.A. combinado com art. 13 da Resolução CVM 44); e contra os ex-executivos Fábio Abrate, Marcelo Nunes, João Guerra Duarte Neto e o superintendente contábil Fellipe Bernardazzi, por infração às regras de negociação previstas no art. 13 da Resolução CVM 44.

Em outro Processo Administrativo Sancionador (19957.004318/2023-93), a CVM acusou a então diretora de Relações com Investidores, Camille Loyo, de não divulgar tempestivamente fatos relevantes sobre duas propostas de aumento de capital (R\$7 bilhões em 16/2/2023 e R\$10 bilhões em 7/3/2023), em afronta ao art. 157, §4º, da Lei das S.A. e ao art. 6º, parágrafo único da Resolução CVM 44. Esse processo foi encerrado em 26/3/2024 após a executiva firmar Termo de Compromisso com a CVM, assumindo penalidades administrativas.

Outros procedimentos administrativos foram instaurados para apurar eventuais omissões de divulgação e condutas de controle da informação, mas em vários deles as investigações foram arquivadas por falta de elementos que comprovassem infração. Ressalta-se que, além dos PAS, a CVM também celebrou termos de compromisso e enviou ofícios de alerta em casos de irregularidades menores, encerrando cerca de 19 processos administrativos de apuração sem punição formal após as tratativas cabíveis.

Em dezembro de 2024, em Assembleia Geral Extraordinária, os acionistas da Americanas aprovaram por unanimidade autorizar a propositura de ação de responsabilidade civil em nome da companhia, nos termos do art. 159 da Lei das S.A., contra quatro ex-diretores estatutários – Miguel Gutierrez, Anna Saicali, José Timótheo de Barros e Márcio Cruz Meirelles – em razão dos prejuízos decorrentes da fraude contábil. Na prática, a companhia pretende rejeitar as contas desses diretores e tomar “todas as medidas legais” para ressarcir as perdas sofridas.

Conforme noticiou a imprensa, a decisão obteve 99,99% de votos favoráveis e enquadrou a propositura no artigo 159 (ação social *ut universi*). Posteriormente, em fevereiro de 2025 a Americanas ingressou efetivamente com procedimento arbitral contra esses quatro ex-diretores, pleiteando reparação por danos materiais e morais decorrentes da fraude. A empresa solicitou que o tribunal arbitral fixe multas e demais encargos (custas, honorários) sobre os réus, além de reaver quaisquer valores indevidamente recebidos em bonificações ou lucros por eles auferidos. Na mesma linha, o MPF, que figura como parte interessada na recuperação judicial, informou que acompanhará as medidas para responsabilização civil dos administradores. Ainda que a ação social *ut universi* seja o principal instrumento, o art. 159 da Lei das S.A. prevê também a ação social *ut singuli*: caso a companhia não atue em tempo hábil, acionistas ou credores com 5% do capital poderiam propor a ação em substituição, mas isso não chegou a ser necessário dado o pronto provimento pela própria empresa.

Os ex-diretores estão sendo responsabilizados com base nos deveres gerais dos administradores previstos na Lei das S.A. O art. 153 da Lei das S.A. exige que os diretores atuem com diligência (cuidado e prudência adequados ao cargo), de modo que erros graves de gestão ou omissão de controles poderiam caracterizar culpa. Já o art. 155 da Lei das S.A. estabelece o dever de lealdade, vedando ao administrador usar em proveito próprio, direta ou indiretamente, informações ou oportunidades da companhia. Nessas bases, o MPF imputou aos acusados crime de uso de informação privilegiada e manipulação de mercado.

Além disso, há obrigações específicas de prestação de informação: por exemplo, o diretor de RI e o diretor de contabilidade devem garantir a veracidade e tempestividade dos fatos relevantes e demonstrações financeiras. A CVM ainda qualificou como infração de “omissão de fato relevante” o não anúncio tempestivo das propostas de aumento de capital pela diretora de RI.

### **3.5 Análise crítica à luz do dever de diligência**

O caso Americanas S.A. constitui um marco paradigmático na discussão sobre o dever de diligência dos administradores de companhias abertas no Brasil. A magnitude da fraude contábil, sua persistência por anos, e o envolvimento da alta administração revelam uma sucessão de omissões e condutas incompatíveis com os padrões mínimos de cuidado exigidos pela Lei das S.A., pela jurisprudência consolidada e pelas boas práticas de governança corporativa.

Nos termos do artigo 153 da Lei das S.A., os administradores devem exercer suas funções com a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Esse dever impõe não apenas a atuação técnica e informada, mas também vigilante, prudente e transparente, especialmente em companhias com relevante exposição pública e listagem em bolsa de valores (COELHO, 2024). No caso da Americanas, contudo, ocorreu o oposto, os executivos-chave da companhia não apenas deixaram de atuar com zelo e responsabilidade, como também participaram ativamente da manipulação de dados financeiros, mediante lançamentos fictícios de VPC e ocultação de dívidas mediante o uso indevido do mecanismo de risco sacado (NIERO, MOREIRA, MATTOS, 2024).

A atuação da diretoria não pode ser justificada como erro de julgamento ou interpretação contábil. As evidências colhidas nas investigações internas e nos processos administrativos instaurados pela CVM demonstram uma atuação deliberada e reiterada, caracterizada por dissimulação e má-fé (MENESES, 2024). A fraude foi arquitetada com o claro objetivo de apresentar resultados financeiros artificiais, induzindo em erro acionistas, investidores e o mercado em geral. Tais condutas não apenas afrontam o dever de diligência, como também violam o dever de lealdade (art. 155 da Lei das S.A.), que exige dos administradores fidelidade aos interesses sociais da companhia, vedando-lhes o uso de oportunidades ou informações privilegiadas em benefício próprio ou de terceiros.

Ademais, é importante destacar que o dever de diligência possui natureza objetiva: o que se avalia é o padrão de conduta esperado de um administrador diligente, e não apenas sua intenção subjetiva. Nesse sentido, mesmo que se admitisse que alguns dos diretores agiram sem dolo direto, a culpa grave decorrente da negligência em adotar medidas mínimas de controle interno já seria suficiente para caracterizar a responsabilização civil, nos termos do art. 158 da Lei das S.A. (SACRAMONE, 2025). A ausência de mecanismos eficazes de supervisão, aliada à recusa em escutar alertas internos e externos, como os do setor contábil e do comitê de auditoria, evidencia falha sistêmica na condução da administração da companhia.

A resposta institucional à crise, com a instauração de processos sancionadores, ações de responsabilidade civil e denúncias criminais, evidencia o crescente rigor com que se busca impor responsabilização aos gestores de companhias abertas. O caso Americanas demonstra, portanto, a necessidade de fortalecimento dos mecanismos de controle, da cultura de integridade e da efetiva responsabilização dos administradores que atuam com imprudência ou em violação aos seus deveres legais e fiduciários.

Conclui-se, portanto, que a conduta da antiga diretoria da Americanas configura grave violação ao dever de diligência. Longe de uma falha isolada, o caso revelou um padrão de comportamento institucional que comprometeu a governança da companhia, prejudicou acionistas e minou a confiança de investidores no mercado de capitais e serve como exemplo contundente das consequências da má administração e da importância de uma cultura corporativa baseada na responsabilidade, na ética e na legalidade.

## **CAPÍTULO IV – PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO REGULATÓRIO**

### **4.1 Fortalecimento dos mecanismos de controle interno**

Um dos pilares para prevenir o descumprimento do dever de diligência é o fortalecimento dos controles internos das companhias abertas. Administradores diligentes devem assegurar estrutura organizacional e mecanismos de compliance compatíveis com as atividades e riscos da companhia.

Conforme Ana Frazão, explica no capítulo O dever de diligência sob a perspectiva organizacional, no livro Lei das sociedades anônimas comentada, que foi coordenado por Fábio Ulhoa Coelho:

“(…) o compliance reforça a dimensão organizacional do dever de diligência, a fim de que controladores e administradores estruturem a organização empresarial de forma compatível com as atividades da companhia e com o risco por ela assumido. Para isso, torna-se necessário criar adequados sistemas de vigilância, supervisão e investigação sobre as atividades da sociedade, de modo a assegurar o respeito às obrigações legais e possibilitar a intervenção adequada diante da identificação de problemas e ameaças. Não é sem razão que um aspecto fundamental dos programas de compliance é a necessidade de comprometimento da alta administração. Logo, é inequívoco o potencial do compliance para ampliar o núcleo básico do dever de diligência, abrindo margem para que, ao lado do dever de agir bem informado, acrescente-se igualmente a importante obrigação de instituir e manter uma organização idônea para lidar com o risco assumido, inclusive no que diz respeito à prevenção de ilícitos” (FRAZÃO, 2021. In: COELHO, 2021).

Tais medidas traduzem-se na prática em melhorias na estrutura de compliance e fiscalização interna. Recomenda-se no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC que companhias abertas estabeleçam códigos de conduta claros, canais de denúncia, programas de integridade efetivos e demais instrumentos com o objetivo de

prevenir, detectar e sanar desvios de conduta, fraudes, atos de corrupção, lavagem de dinheiro, atos ilícitos praticados contra a administração pública, dentre outras questões.

A criação de departamentos de independentes, com reporte direto ao conselho de administração ou comitê de auditoria, é vista como boa prática para garantir o monitoramento contínuo da conformidade legal e ética. Esses programas, além de prevenir infrações, podem atenuar sanções aplicáveis à pessoa jurídica e aos gestores em caso de ilícitos, servindo como fator de dosimetria na responsabilização.

Por outro lado, apesar um indicativo de diligência e pode ser considerado circunstância atenuante em certos contextos, como salienta Ana Frazão, “a existência dos referidos comitês não implica a delegação das responsabilidades que cabem ao Conselho de Administração como um todo”.

Esse destaque se enquadra, inclusive, na noção de *business judgment rule* trazida acima, reiterando que embora o diretor possa confiar em equipes e especialistas, permanece a obrigação de análise crítica desses dados, assim como permanece a responsabilização pela decisão que tomar.

Para corroborar com esse pensamento, Frazão ainda explica que o “*compliance* não se satisfaz com a conduta de administradores que agem apenas quando já identificaram a situação crítica ou constataram as chamadas *red flags*”. Para ela, os administradores devem se antecipar e criar uma estrutura de controle de riscos, até para evitar, dentro do possível, a ocorrência de situações indesejáveis, atuando de forma preventiva e não apenas reativa.

Contrário ao entendimento, acima, Nelson Eizirik alega que “os membros do conselho de administração têm o direito de confiar nos diretores, cabendo-lhes investigar seus atos apenas quando presentes as chamadas *Red Flags*, ou seja, sinais de que estão praticando atos ilegais ou contrários ao estatuto”.

Para Eizirik, uma fiscalização excessiva dos diretores poderia impedi-los de “se dedicarem prioritariamente às suas atividades de gestão ordinária da companhia” o que, para o autor, pode ser tão nocivo quanto a ausência de fiscalização.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC enfatiza que uma boa gestão requer robustos sistemas de controle interno para mitigar riscos e conflitos de interesse. Isso inclui procedimentos internos que assegurem a integridade das operações e a confiabilidade das informações divulgadas ao mercado. Por exemplo, controles internos adequadamente estruturados auxiliam na detecção de situações de conflito de interesses ou de

possíveis fraudes, evitando decisões tomadas em benefício pessoal de administradores em detrimento da companhia. Ademais, auditorias internas independentes devem verificar periodicamente a aderência a políticas e procedimentos, criando uma cultura de prevenção e respeito às normas internas.

Outra frente de melhoria envolve a estrutura de governança. As melhores práticas de mercado determinam que os conselhos de administração contem com membros independentes em número significativo, capazes de exercer fiscalização isenta sobre a diretoria executiva. Conselheiros independentes tendem a atuar com menor conflito de interesse, reforçando a objetividade nas decisões estratégicas e no monitoramento do desempenho dos diretores.

Comitês internos do conselho, como o Comitê de Auditoria e o Comitê de Riscos, devem ter atribuições claras na supervisão de controles internos e na avaliação de relatórios financeiros. Tais comitês, a título de compliance, devem adotar ações que reforcem a anuência da empresa à legislação vigente e prevenir a ocorrência de infrações ou mitigá-las e “propiciar o imediato retorno ao contexto de normalidade e legalidade”, como explica Ana Frazão.

#### **4.2 Revisão da responsabilidade civil e penal dos diretores**

A responsabilização dos administradores por negligência ou omissão no exercício de suas funções, embora prevista na legislação vigente, enfrenta obstáculos práticos que limitam sua efetividade. O regime atual de responsabilidade civil dos diretores nas companhias abertas está delineado na Lei das S.A., em especial nos arts. 158 e 159.

Fábio Ulhoa Coelho sublinha que, quando o administrador deixa de cumprir seu dever de atuar como um homem diligente e leal, causando danos à sociedade, ele tem o dever jurídico de ressarcir os prejuízos:

“quando o administrador não cumpre seus deveres de atuar como homem diligente e leal, e, em decorrência, a sociedade sofre danos, ele está obrigado a ressarcir-los. É o caso, por exemplo, do diretor que não cota preços, ao adquirir insumos para a empresa; que não se dedica a negociações constantes com os fornecedores sobre valores e condições de pagamento; que não exige dos empregados o cumprimento integral da jornada de trabalho; que, identificando uma oportunidade comercial interessante, aproveita-a para si, mas não para a sociedade. Nessas situações, as perdas e os lucros cessantes da pessoa jurídica devem ser indenizados pelo mau administrador” (COELHO, 2003, apud DELGADO, 2006).

Exemplos clássicos de descumprimento incluem o diretor que realiza operações sem pesquisar preços de mercado ou negociar adequadamente com fornecedores, ou que deixa de exigir o cumprimento de obrigações básicas por parte de empregado. Nesses casos, os lucros

cessantes sofridos pela pessoa jurídica devem ser indenizados pelo administrador faltoso, pois configuram resultado direto de sua má gestão.

Apesar da previsão legal, na prática é incomum acionar judicialmente administradores por perdas causadas por sua negligência. O Relatório Preliminar<sup>27</sup> apresentado pela CVM e OCDE em 2019 identificou uma baixa incidência de ações de responsabilidade movidas por acionistas minoritários no Brasil, atribuída a diversos fatores estruturais, assim como por características do sistema jurídico brasileiro.

Dentre esses fatores estão a falta de informação dos investidores sobre seus direitos, os custos elevados e riscos processuais e restrições de legitimidade ativa, por exemplo, a restrição legal de competência da companhia para ajuizar ações de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, prevista no caput do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações.

Com vistas a tornar mais efetiva a responsabilização civil dos administradores, propostas de reforma legislativa vêm sendo discutidas. Um marco recente é o Projeto de Lei 2.925, de 02 de junho de 2023, visando alterar dispositivos da Lei das S.A. e da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Fundamentado em estudo comparativo realizado pela OCDE com nove países, esse PL busca solucionar incertezas do mercado brasileiro mediante o fortalecimento dos mecanismos de enforcement privado, como indica Victor Galante.

Dentre as mudanças propostas, destaca-se a ampliação do rol de legitimados para propor ações de responsabilidade contra administradores (art. 159 da Lei das S.A) e contra controladores (art. 246 da mesma lei). Isso pode significar, por exemplo, reduzir ou eliminar percentuais mínimos de capital para que acionistas possam intentar a ação social *ut singuli*, facilitando que investidores individuais ou grupos menores busquem reparação de danos causados por diretores.

De acordo com Galante, os critérios estabelecidos para o PL levam em consideração a titularidade dos valores mobiliários e, não estimulam o ingresso de ações com poucas chances de serem julgadas procedentes ou quanto ao embasamento legal ou fático, com baixa relevância.

Outra proposição da PL refere-se ao incremento do “prêmio” concedido ao acionista vencedor da demanda, isto é, a parcela da indenização que a lei permite que o acionista receba a título de incentivo por ter promovido a ação em benefício da companhia. Pela redação atual

---

<sup>27</sup> Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro Relatório Preliminar. Brasília, outubro de 2019.

da Lei das S.A., essa recompensa é limitada a 5% do valor da condenação, conforme art. 246, §2º; o projeto avalia majorá-la para estimular a tutela judicial dos prejuízos causados por gestores faltosos.

Além disso, discute-se a possibilidade de mitigar certos riscos processuais que desincentivam os acionistas de litigar. Por exemplo, há sugestões de excluir a obrigação de os minoritários adiantarem custas elevadas ou de arcarem com honorários de sucumbência em caso de derrota, ao menos nas ações em prol da companhia, para equilibrar os riscos.

Essa abordagem visa alinhar-se à recomendação do princípio II.G dos Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE, segundo o qual os minoritários devem dispor de meios eficazes de reparação contra abusos de controladores ou administradores:

“II.G. Os acionistas minoritários devem ser protegidos de ações abusivas por parte dos acionistas que detêm o controle, ou no interesse destes, agindo direta ou indiretamente, e devem dispor de meios de recurso eficazes. A autonegociação abusiva deve ser proibida.” (Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE 2023).

Ou seja, busca-se um ponto de equilíbrio em que investidores lesados possam buscar remédios para violações de seus direitos de propriedade, mas evitando-se tanto a impunidade dos gestores quanto o excesso de ações temerárias que possam inibir a atividade empresarial legítima.

Entretanto, há que se considerar, como ressaltado por Galante, que as alterações propostas, especialmente o aumento do prêmio de condenação, podem trazer um desincentivo à assunção de riscos necessários à atividade profissional, o que poderia desestimular a assunção de riscos pelo administrador e, por conseguinte, geraria entraves à plena consecução do objeto social da companhia.

Desta forma, a revisão da responsabilidade dos diretores envolve a facilitação da responsabilização nos casos de negligência ou omissão comprovadas, removendo entraves processuais e atualizando sanções, mas preservando o equilíbrio: nem impunidade, nem excesso de rigor que inviabilize a gestão ordinária. As reformas propostas – como a ampliação da legitimação ativa de acionistas, almejam tornar mais efetiva a responsabilização por descumprimento do dever de diligência, reforçando a confiança no mercado sem desestimular o empreendedorismo responsável.

### **4.3 Reforço das atribuições da CVM**

Paralelamente ao aperfeiçoamento das normas substantivas de responsabilidade, revela-se fundamental fortalecer o papel da CVM na prevenção e repressão de violações do dever de diligência. A CVM, exerce controle sobre as companhias abertas e seus administradores, dispondo de competências para editar normas, supervisionar condutas e julgar infrações administrativas (art. 9º da Lei do Mercado de Capitais).

O já mencionado caso Brumadinho ilustra a importância e o impacto dos poderes sancionatórios da CVM. Em 2023, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007916/2019-38, diretores e conselheiros da Vale S.A. foram acusados de violar o dever de diligência por falhas na supervisão dos riscos da barragem que rompeu em Brumadinho/MG em 2019. O julgamento resultou em aplicação de multa e a imposição de pena de inabilitação.

Não obstante os atuais, há propostas para ampliar ainda mais os poderes investigativos e preventivos da CVM, de modo a torná-la mais eficiente e proativa na tutela do dever de diligência. Uma sugestão recorrente é dotar a CVM de maior autonomia e recursos para conduzir fiscalizações especiais em companhias onde haja indícios de problemas de governança ou risco de gestão temerária.

A CVM já pode instaurar inquéritos administrativos e procedimentos de supervisão, mas seu quadro de pessoal e orçamento impõem limitações ao alcance dessas atividades. Fortalecer a estrutura da CVM – por exemplo, ampliando seu corpo técnico de inspetores e peritos – permitiria identificar preventivamente situações de potencial negligência, antes que se convertam em escândalos ou prejuízos irremediáveis.

No que tange aos poderes normativos, discute-se atribuir à CVM competência para exigir das companhias abertas relatórios específicos sobre seus controles internos e gestão de riscos, a serem apresentados periodicamente. Inspirado no modelo norte-americano (Seção 404 da Sarbanes-Oxley), a CVM poderia requerer que administradores certificassem anualmente a eficácia dos controles internos sobre as demonstrações financeiras e divulgassem deficiências materiais identificadas. Em parte, algo semelhante já ocorre por exigência da auditoria independente (que reporta fraquezas de controle em seu parecer) e do Código Brasileiro de Governança Corporativa (no formato “pratique ou explique” sobre existência de comitês de auditoria etc.). Ainda assim, transformar essa prática em obrigação regulatória universal

elevaria o grau de responsabilidade dos administradores pela infraestrutura de controles, e daria à CVM parâmetros objetivos para cobrar melhorias quando necessário.

Ademais, sugere-se reforçar os poderes cautelares da CVM. A autarquia já pode, em certas hipóteses, determinar a suspensão de ofertas de valores mobiliários ou a imediata cessação de práticas irregulares. Diante de indícios veementes de gestão temerária ou fraude em curso, sugere-se que a CVM obtenha medidas judiciais ou administrativas para afastar preventivamente administradores do cargo, proteger ativos da companhia ou nomear interventores temporários (tal como existe no Banco Central para instituições financeiras em crise). Tais medidas devem ser excepcionais, para não interferir indevidamente na administração ordinária, mas em situações limite poderiam prevenir danos maiores e preservar a integridade do mercado no decorrer do processo.

No contexto comparado, é útil lembrar que a SEC norte-americana dispõe de ferramentas robustas, podendo, por exemplo, banir permanentemente indivíduos de atuarem como executivos de empresas públicas (*officer and director bar*) quando violam gravemente as leis de *securities*. Uma proposta seria possibilitar inabilitações por prazos mais longos ou até permanentes em casos de reincidência ou faltas gravíssimas – atualmente a Lei do Mercado de Capitais limita a até 20 anos a proibição de atuar no mercado<sup>28</sup>, o que talvez possa ser estendido em cenários excepcionais.

Por fim, qualquer reforço de atribuições deve vir junto com *accountability* e transparência da própria CVM. A eficiência regulatória demanda que a Autarquia preste contas de seus critérios sancionadores, evite arbitrariedades e ofereça segurança jurídica. Felizmente, os processos administrativos sancionadores da CVM seguem rito publicado e previsto na Resolução CVM 45.

Mantido esse equilíbrio, ampliar os poderes da CVM tende a ser benéfico para o mercado brasileiro à medida que a perspectiva de uma atuação supervisora mais presente e rigorosa serve de incentivo para que os administradores adotem postura diligente e preventiva, cumprindo seus deveres fiduciários para não incorrer em penalidades.

---

<sup>28</sup> **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:

**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;

#### 4.4 Benchmarking com o modelo estadunidense (Sarbanes-Oxley Act)

A CVM, por meio do Informe de Governança Corporativa<sup>29</sup>, baseia-se no princípio “pratique ou explique” e em códigos de boas práticas, enquanto o modelo norte-americano caracteriza-se por regras legalmente impositivas e obrigações de divulgação específicas. Diferentemente do Brasil, onde vigora o Código Brasileiro de Governança Corporativa, os EUA não adotam um código único de governança corporativa para companhias abertas. Em vez disso, há um arcabouço misto de normas: legislações federais e estaduais, regulamentação pela SEC e regras de listagem das bolsas de valores, que em conjunto estabelecem práticas obrigatórias e requisitos de informação em matéria de governança.

Nesse modelo, algumas boas práticas são diretamente exigidas por lei ou regulação, ao passo que outras demandam transparência por meio de formulários periódicos. O Sarbanes-Oxley Act de 2002 (“SOX”) introduziu nos EUA um conjunto robusto de medidas de governança corporativa em resposta a escândalos empresariais, com foco em fortalecer controles internos, auditoria e responsabilidade corporativa, como explicado por Nelson Eizirik:

“Após alguns escândalos financeiros verificados nos primeiros meses de 2002, envolvendo companhias tidas como modelos de boa governança corporativa (Enron, Worldcom e Tyco), foi promulgada, como resposta do governo e do congresso norte-americanos, o Sarbanes-Oxley Act, em 30 de julho daquele ano (...) significou um movimento legislativo em direção à posição há muito defendida pelo Professor William Cary, que também foi presidente da Securities and Exchange Commission, (...) que o Congresso deveria adotar padrões federais uniformes para as companhias abertas, em questões relativas aos deveres fiduciários dos administradores e conflitos de interesse”. (EIZIRIK, 2023).

Algumas dessas práticas destacam-se como potenciais referências para aperfeiçoamento regulatório no Brasil, tais como a supervisão independente de auditoria, o SOX criou o Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) para fiscalizar auditorias de companhias abertas, definindo padrões, inspecionando firmas de auditoria e aplicando sanções. No Brasil, embora a CVM registre e supervise auditores, não há um órgão análogo independente, como explicado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM, em análise de auditores independentes de abril de 2021.

O modelo dos EUA veda que o auditor preste determinados serviços de consultoria ao seu cliente auditado, evitando conflitos de interesse (SOX, 201). Ademais, as empresas listadas nos EUA são obrigadas a manter comitês de auditoria compostos exclusivamente por

---

<sup>29</sup> Informe de Governança Corporativa: Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua aplicação. Publicado em dezembro de 2024.

conselheiros independentes, incluindo pelo menos um especialista financeiro e que possuem, como principais tarefas, “prover uma revisão independente e a supervisão dos processos de elaboração dos relatórios financeiros, dos controles internos, assim como das atividades dos auditores independentes”, explica Eizirik, baseando-se no Release 33-8220, pronunciamento da *Securities and Exchange Commission*.

No Brasil, o Código de Governança recomenda comitês de auditoria ou conselhos fiscais atuantes, mas não há exigência universal para um comitê de auditoria estatutário nas companhias abertas. Considerando a realidade nacional de estruturas de controle concentrado, a adaptação gradual de requisitos mínimos (por exemplo, obrigatoriedade de comitê de auditoria para companhias de grande porte) poderia reforçar a fiscalização interna, desde que calibrada para não onerar excessivamente as empresas menores.

Nos EUA, os principais executivos devem formalmente atestar a veracidade das demonstrações financeiras (SOX §302), e a lei prevê o clawback de bônus executivos em caso de fraude ou reavaliação contábil por má-conduta (SOX §304). Tais mecanismos elevam a accountability dos administradores. No Brasil, embora os diretores respondam legalmente por informações incorretas, não existe obrigação específica de certificação para CEO ou CFO, nem norma de devolução de remuneração ligada a irregularidades, sendo isso subsidiado pela aplicação de responsabilidades e possibilidade de ajuizar ações por tais irregularidades. A incorporação de práticas de certificação de informações e políticas de clawback seria uma convergência benéfica, aumentando a responsabilidade dos executivos pelas divulgações financeiras e prevenindo a adoção de medidas atípicas ou não diligentes por parte deles.

A legislação dos EUA ainda possui medidas de aprimoramento governança que também merecem análise comparativa. Por exemplo, foi instituído o voto consultivo periódico dos acionistas sobre remuneração da diretoria, e facilitado o chamado *proxy access* (direito de alguns acionistas indicarem candidatos ao conselho nas cédulas de voto da companhia). Além disso, exige-se divulgação dos motivos caso os cargos de CEO e presidente do conselho sejam ocupados pela mesma pessoa, trazendo transparência à estrutura de poder na companhia.

No Brasil, bons princípios de governança similares vêm ganhando terreno: a recente Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021 alterou a Lei das S.A. e proibiu a acumulação dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho nas companhias abertas<sup>30</sup>, adotando uma prática

---

<sup>30</sup> **Art. 138.** A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

até então apenas recomendada. Da mesma forma, a legislação brasileira passou a exigir, via CVM, um mínimo de conselheiros independentes nas companhias listadas. Essa convergência regulatória com padrões internacionais, quais sejam, independência da administração e segregação de funções de liderança, reflete a incorporação de boas práticas globais ao contexto nacional.

#### **4.5 Recomendações do ponto de vista da governança**

Por fim, à luz das análises anteriores, é pertinente reunir recomendações de boas práticas de governança corporativa que contribuam para prevenir a negligência gerencial e promover a diligência administrativa. Essas recomendações, baseadas em diretrizes de órgãos especializados e na literatura acadêmica, funcionam como complementos às reformas legais, ajudando a incutir uma cultura de cumprimento voluntário dos deveres dos administradores.

Uma governança eficaz começa pela definição clara das atribuições e responsabilidades de cada instância administrativa, as assembleia de acionistas, os conselho de administração, a diretoria executiva e o conselho fiscal (ou comitês equivalentes). Cada administrador deve ter ciência exata de seus deveres legais e das expectativas de desempenho, conhecimento e capacidade ligadas ao seu cargo. Recomenda-se que as companhias, com apoio de institutos como o IBGC, promovam programas de treinamento e capacitação periódicos para conselheiros e diretores, abordando temas como gestão de riscos, compliance, análise de demonstrações financeiras e legislação societária, adotando as regras de conduta específicas, que “possibilitam às empresas adotarem mecanismos de governo que melhor se adaptem às suas características, submetendo-as ao tradeoff “cumprir ou explicar”, conforme indica Ana Frazão.

O IBGC ainda recomenda, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa aos membros do conselho o estímulo da reflexão e o pensamento estratégico constantes, buscando garantir a capacidade de inovação e adaptação da organização em casos de transformações relevantes no ambiente de atuação, assim como fortalecer continuamente as competências organizacionais.

Administradores mais bem preparados tendem a cometer menos omissões involuntárias e a identificar problemas mais rapidamente, agindo proativamente. Além disso, práticas de

---

§ 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

avaliação anual de desempenho do conselho e da diretoria (incluindo avaliações individuais dos membros) podem identificar pontos fracos na diligência administrativa e guiar esforços de aprimoramento ou substituição de pessoas, se necessário.

Como já mencionado, a independência e diversidade no conselho de administração são fatores-chave de boa governança. Recomenda-se que o conselho tenha uma proporção significativa de membros independentes, idealmente, pelo menos 1/3 ou conforme recomendação do Código Brasileiro de Governança, de modo a reduzir riscos de conivência ou complacência com eventuais abusos da diretoria.

Por não terem vínculos materiais com a companhia ou seus controladores, Conselheiros independentes, tendem a ser mais rigorosos na cobrança de informações e na exigência de explicações sobre decisões da gestão, elevando o grau de diligência coletiva, evitando conflito de interesse, a concentração excessiva de poder e propiciando um contrapeso organizacional – o presidente do conselho, sem funções executivas, pode se dedicar integralmente à supervisão da gestão e à estratégia de longo prazo.

Enfim, empresas diligentes normalmente formalizam suas rotinas críticas em políticas corporativas escritas, aprovadas pelo conselho e revisadas periodicamente, resgatando assim um conceito trazido anteriormente de Fábio Ulhoa Coelho de que o administrador diligente (e por consequência a companhia “é aquele que emprega na condução dos negócios sociais as cautelas, métodos, recomendações, postulados e diretivas da ‘ciência’ da administração de empresas”).

Deve-se estabelecer políticas para gestão de riscos, divulgação de informações, transações com partes relacionadas, prevenção de ilícitos (anticorrupção, antitruste), contratação de executivos. Tais políticas servem de guia para os administradores e criam parâmetros objetivos para avaliar sua atuação. Por exemplo, uma robusta política de gerenciamento de riscos definirá apetites de risco, responsabilidades na identificação e tratamento de cada categoria de risco (operacional, financeiro, ambiental etc.) e protocolos de reporte ao conselho.

O descumprimento de uma dessas diretrizes, por ação ou omissão, culpa ou dolo, de um diretor, demonstra de forma mais evidente sua falta de diligência. Inversamente, a existência das políticas dá respaldo para administradores conscienciosos atuarem de forma organizada e previsível, sabendo até onde vai sua autonomia decisória e quando acionar níveis superiores.

Essas práticas facilitam o cumprimento do dever de diligência, pois fornecem aos administradores informação fidedigna e tempestiva.

Observa-se que muitas dessas recomendações estão alinhadas aos princípios de governança corporativa do G20/OCDE, que preconizam transparência, equidade, responsabilidade corporativa e accountability como fundamentos da confiança dos investidores, assim como:

“a confiança do investidor de que o capital por eles aportado será protegido contra uso indevido ou apropriação indevida por parte de diretores executivos, membros do conselho de administração ou acionistas controladores é um fator importante no desenvolvimento e no bom funcionamento do mercado de capitais.” (Relatório Preliminar, 2019).

Ao implementar tais boas práticas, as empresas brasileiras não apenas previnem fraudes e escândalos, mas também melhoram sua performance e reputação, tornando-se mais atraentes para capital e assegurando longevidade nos negócios.

Do ponto de vista da governança, a prevenção do descumprimento do dever de diligência não depende de uma única ação, mas de um conjunto sistêmico de medidas – estrutura organizacional, processos, pessoas e cultura, que, integradas, permitem que as sociedades sejam geridas e controladas, “de forma a compatibilizar e administrar os conflitos de interesse entre todos os sujeitos envolvidos na sociedade”, segundo Ana Frazão.

As propostas de aperfeiçoamento regulatório aqui examinadas convergem para o objetivo comum de tornar mais efetiva a responsabilização por descumprimento do dever de diligência, prevenindo abusos e omissões que lesem investidores e a sociedade e, fundamentadas na doutrina nacional de referência e informadas por experiências estrangeiras exitosas, essas medidas compõem uma base teórica sólida para embasar a evolução do direito societário brasileiro.

O desafio é implementar tais ideias de forma equilibrada, garantindo que a busca por maior rigor não comprometa a eficiência empresarial e nem coíba excessivamente a tomada de risco inerente da atividade empresarial. Com a conjugação de mudanças legislativas e esforços de autorregulação pelas companhias, acredita-se ser possível alcançar esse equilíbrio, promovendo uma administração corporativa ao mesmo tempo diligente e arrojada, capaz de impulsionar o desenvolvimento econômico com responsabilidade. Em última análise, a confiança no mercado de capitais, que é fator indispensável ao financiamento das empresas, depende da certeza de que seus administradores agirão como verdadeiros fiduciários dos

recursos que lhes foram confiados, prestando contas de seus atos e respondendo por eventuais desvios ou negligências.

## CONCLUSÃO

A análise empreendida ao longo deste trabalho permitiu constatar que o dever de diligência representa um dos pilares estruturantes da responsabilidade dos diretores de sociedades por ações, funcionando como critério objetivo de aferição da boa administração empresarial e da conformidade das decisões gerenciais com o interesse social da companhia. Previsto no artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, esse dever impõe aos administradores a obrigação de atuar com prudência, zelo e informação suficiente, exigindo não apenas a observância da lei e do estatuto social, mas também o alinhamento às melhores práticas de governança corporativa e à ética profissional. Sua natureza de obrigação de meio, e não de resultado, não exime o administrador de empregar os cuidados esperados de um gestor diligente e probo, sob pena de incorrer em responsabilidade civil, administrativa ou penal.

O estudo demonstrou que a violação do dever de diligência, embora muitas vezes associada à negligência, imprudência ou imperícia, pode também decorrer de falhas sistêmicas na estrutura de governança, de decisões tomadas sem base informacional adequada ou de omissões na supervisão de riscos e controles internos. Tais condutas, quando presentes, comprometem a integridade da administração e violam os deveres fiduciários que sustentam a confiança entre gestores, acionistas e mercado. A análise das teorias de responsabilização dos diretores revelou que o direito societário brasileiro adota, predominantemente, o regime subjetivo de culpa, mas vem incorporando progressivamente elementos da *Business Judgment Rule*, conferindo deferência às decisões tomadas de boa-fé e de forma informada, ao mesmo tempo em que impõe maior rigor sobre atos de descuido grave ou má-fé.

O caso Americanas S.A. evidenciou, de maneira paradigmática, os efeitos devastadores da inobservância do dever de diligência. As fraudes contábeis perpetradas pela antiga diretoria e a sobreposição deliberada de controles internos não apenas causaram prejuízos bilionários à companhia e aos seus acionistas, como também abalaram a credibilidade do mercado de capitais brasileiro. Esse episódio reforçou a necessidade de repensar a efetividade dos mecanismos de controle, a atuação dos órgãos de fiscalização e a responsabilidade dos administradores e auditores independentes. A partir desse caso concreto, tornou-se evidente que a governança corporativa, para ser eficaz, exige diretores vigilantes, informados e comprometidos com a integridade da gestão.

Constatou-se, igualmente, que a CVM tem desempenhado papel essencial na concretização do dever de diligência, não apenas por meio da aplicação de sanções, mas pela construção de um corpo interpretativo que orienta a conduta dos administradores no mercado. A evolução normativa, materializada em resoluções como as de nº 23, 44, 80 e 160, indica um avanço significativo na responsabilização de diretores por falhas de informação, governança ou compliance. A atuação mais rigorosa da CVM e de outras autoridades, tem consolidado uma cultura de *accountability* e prevenção de riscos que se alinha aos padrões internacionais de integridade corporativa.

Por outro lado, a pesquisa evidenciou a necessidade de aperfeiçoamentos legislativos e regulatórios que reforcem a responsabilização de administradores negligentes, sem, contudo, inibir a liberdade de gestão empresarial. Propõe-se, nesse sentido, o fortalecimento dos mecanismos de controle interno e de *compliance*, a ampliação das competências investigativas da CVM e a aproximação do modelo brasileiro às boas práticas internacionais, especialmente àquelas consagradas pelo Sarbanes-Oxley Act. Tais medidas visam equilibrar a autonomia decisória dos diretores com a imprescindível exigência de diligência, transparência e probidade na administração das companhias.

Em conclusão, o dever de diligência não deve ser compreendido como mera cláusula legal, mas como expressão de uma cultura empresarial baseada na ética, na responsabilidade e na proteção do interesse social. O administrador diligente é aquele que age de forma informada, prudente e comprometida com o propósito da companhia, ciente de que sua atuação transcende a esfera interna da empresa e repercute sobre todo o sistema econômico e social. Assim, o fortalecimento do dever de diligência, em sua dimensão jurídica e prática, representa passo essencial para a consolidação de um mercado de capitais sólido, transparente e confiável, capaz de promover o desenvolvimento econômico com responsabilidade e integridade institucional.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

ASCARELLI, Tulio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 1. ed. São Paulo: Quórum, 2008.

**Auditores Independentes: Uma análise do mercado de auditoria e dos programas de Revisão pelos Pares e Educação Continuada no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro**. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Publicado em abril de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/estudo-asacvm-auditorresindependentes-31-5-2021.pdf>. Acesso em 15 de out de 2025.

BERNARDES, Lucas Petri. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Dissertação de mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 26 jun. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013**. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm). Acesso em: 18 jul. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm). Acesso em: 07 set. 2025.

CAMINHA, Uinie. **Responsabilidade de administradores em sociedades anônimas**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/217/edicao-1/responsabilidade-de-administradores-em-sociedades-anonimas>. Acesso em: 10 set. 2025.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial - Sociedade Anônima**. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2023.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades anônimas: 3º volume: artigos 138 a 205**. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial – Volume 3: Sociedades Anônimas**. 3. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022 v. 3.

**Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**  
- 6. ed. - IBGC. - São Paulo, SP: IBGC, 2023.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa - Volume 2: Sociedades**. 24. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024. v. 2.

COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **RESOLUÇÃO CVM 160**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 23 abr. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **RESOLUÇÃO CVM 45**. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, nº 613, de 30 de agosto de 2019, nº 624, de 13 de maio de 2020, e as Deliberações CVM nº 501, de 3 de março de 2006, nº 855, de 30 de abril de 2020, e nº 861, de 23 de julho de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html> Acesso em: 23 abr. 2025.

CVM conclui Inquérito relacionado ao uso de informação privilegiada no âmbito da companhia aberta Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial. **Comissão de Valores Mobiliários**. São Paulo, 18 de out. de 2024. Sistema Financeiro e Mercado. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/cvm-conclui-inquerito-relacionado-ao-uso-de-informacao-privilegiada-no-ambito-da-companhia-aberta-americanas-s-a-em-recuperacao-judicial#:~:text=Processo%20Administrativo%20CVM%2019957.000546%2F2023,as%20disposi%C3%A7%C3%B5es%20da%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CVM>. Acesso em 18 mai 2025.

DELGADO, Mário Luiz. **A responsabilidade civil do administrador não-sócio, segundo o novo Código Civil**. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/8320/a-responsabilidade-civil-do-administrador-nao-socio-segundo-o-novo-codigo-civil/>. Acesso em 10 de out de 2025.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada: Arts. 138 a 205**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quarter Latin, 2021. v. 3.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. São Paulo: Renovar, 2005.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Direito Empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades**. 4. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017.

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FRAZÃO, Ana. Governança corporativa e compliance como mecanismos para a superação da shareholder theory. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory>. Acesso em 14 de outubro de 2025.

FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Mauricio Moreira *et al.* **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Forense, 2023.

FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Mauricio Moreira *et al.* **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Forense, 2025.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES (Brasil). **A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES E O DEVER DE DILIGÊNCIA**. São Paulo: [s. n.], 2014. Disponível em: [https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2014/10/2014\\_10\\_06\\_DocumentoResponsabilidade\\_dos\\_Administradores.pdf](https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2014/10/2014_10_06_DocumentoResponsabilidade_dos_Administradores.pdf). Acesso em: 23 abr. 2025.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais VIII**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

MENESES, Victor. Americanas inicia arbitragem para responsabilização de ex-diretores por fraude bilionária. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de mar. de 2024. Empresas. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2025/03/11/americanas-inicia-arbitragem-para-responsabilizacao-de-ex-diretores-por-fraude-bilionaria.ghtml>. Acesso em: 23 abr. 2025.

NIERO, Nelson; MOREIRA, Talita; MATTOS, Adriana. Caso Americanas coloca à prova limites da governança corporativa. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 de out. de 2024. Empresas. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/10/10/caso-americanas-coloca-a-prova-limites-da-governanca-corporativa.ghtml>. Acesso em: 23 abr. 2025.

OLIVEIRA, Leonardo Henrique Mundim Moraes. Crimes de gestão fraudulenta e gestão temerária em Instituição Financeira. **Revista de informação legislativa**, v. 36, n. 143. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/496875>. Acesso em 28 set de 2025.

OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende; ACOCELLA, Jéssica *et al.* **Governança Corporativa e Compliance**. 3. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Editora Jus Podium, 2022.

PINTO, Mariana. As Múltiplas Faces do Dever de Diligência. **Análise Editorial**, São Paulo, 09 de dez. de 2022. Disponível em: <https://analise.com/opiniao/10863?sep=dna>. Acesso em 28 de set de 2025.

PITTA, Andre Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em:

<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/238/edicao-1/administradores-de-sociedades-anonimas>. Acesso em 12 set. 2025.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Manual de Direito Empresarial**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2025.

SILVA, Alexandre Couto *et al.* **Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.