ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS: REFLEXOS NOS DEVERES DOS MEMBROS DA ADMINISTRAÇÃO

DEBT RESTRUCTURING AND ASYMMETRIC INFORMATION: MANAGEMENT AND BOARD MEMBER DUTIES

Ivo Waisberg[1]
Herbert Morgenstern Kugler[2]

RESUMO: O tema abordado neste estudo tem característica macro devido a sua maleabilidade, foi e é objeto de estudo em diversas áreas a qual é trabalhada principalmente no campo jurídico, e econômico. A assimetria de informação ocasiona em um grande impacto administrativo, onde alguns tem acesso as informações completas e outros são privados destas. Sendo assim, o artigo visa analisar o impacto que a assimetria de informações acerca da situação econômico-financeira da companhia gera nos deveres impostos aos membros da administração, mormente em situações de reestruturação de dívidas.
PALAVRAS-CHAVE: Assimetria de Informações. Reestruturação de Dívidas. Deveres da Administração.

ABSTRACT: The theme approached in this study has macro characteristic due to its malleability, was and is object of study in several areas which is mainly worked in the legal, and economic field. Information asymmetry has a major administrative impact, where some have access to complete information and others are deprived of it. Thus, The present study aims at analyzing the impacts on the duties of the management and board members brought by the asymmetric information that said persons have regarding the economic and financial situation of the company, especially in debt restructuring scenarios.
KEYWORDS: Information asymmetry. Debt Restructuring. Management Duties.

[1] Doutor em Direito das Relações Econômicas Internacionais e Mestre em Direito Comercial pela PUC/SP. E-mail: ivo@twk.com.br.
[2] Mestre em direito comercial pela PUC/SP. E-mail: herbert@twk.com.br.

INTRODUÇÃO

A assimetria de informações já foi alvo de diversos estudos, seja no plano jurídico, seja no plano econômico. Em especial desde o seminal estudo de George Akerlof de 1970, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*,[3] o qual veio a vencer o Prêmio Nobel em 2001, junto com Michael Spence e Joseph Stiglitz, a questão da assimetria de informação, e sua influência nos agentes econômicos, apenas se expande, tendo em vista as inúmeras situações onde um determinado agente possui informações mais completas, qualificadas ou privilegiadas que outras.

No campo jurídico, as questões levantadas pela assimetria de informações já foram objeto de estudo no Direito do Consumidor,[4] Cooperativo,[5] Comercial,[6] Mercado e Capitais,[7] Concorrencial,[8] dentre outros.

Contudo, entendemos que ainda carece um estudo mais aprofundado dos reflexos da assimetria de informação diante do cenário de reestruturação de dívidas, em especial no que tange aos reflexos nos deveres dos membros da administração das sociedades empresariais nesta situação.

Assim, no presente estudo, pretendemos analisar determinados reflexos que identificamos nos deveres dos membros da administração sob o prisma da assimetria de informação que estes membros possuem diante de um cenário de reestruturação de dívidas das sociedades das quais administram.

---

[3] AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. ***The Quarterly Journal of Economics***, Berkeley, v. 84, n. 3, p. 488-500, *aug*. 1970.

[4] MUÑUZ, Maria Paula Costa Bertran. Paralelismo entre assimetria de informações e vulnerabilidade dos consumidores: uma análise acerca de juros em contratos de concessão de crédito. ***Revista do Direito do Consumidor***, São Paulo, n. 86, p. 48-63, 2013.

[5] SENRA, Ricardo Belízio de Faria. Cooperativa de Crédito e Banco: o Alogro da Analogia e a Preponderância Da Assimetria. *In:* LEITE, Jacqueline Rosadine de Freitas; SENRA, Ricardo Belízio de Faria (coord.). **Aspectos Jurídicos das Cooperativas de Crédito**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2005.

[6] BAROSSI-FILHO, Milton. O Instituto Jurídico Inglês do Truste a Assimetria de Informação: Um Enfoque em Law Economics Para o Custo de Agência. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (coord.). **Estudos Avançados de Direito Empresarial**: Contratos, Direito Societário e Bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

[7] FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de Informações no Mercado de Capitais. *In:* ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (coord.). **As Sociedades por Ações na Visão Prática do Advogado**. Rio de janeiro: Elsevier, 2010.

[8] GABAN, Eduardo Molan. Regulação econômica e assimetria de informação. **Revista de Direito Constitucional e Internacional**, São Paulo, v. 46, p. 233-289, jan./mar. 2004.

1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS

1.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

A análise econômica da assimetria de informações foi posta por George Akerlof tomando por exemplo o mercado de carros usados, enfrentando de forma economicamente estrutural a diferença que existe entre o preço de carros novos e usados, mesmo quando o carro usado está em ótimo estado.

No caso, surge uma assimetria de informações na medida em que o proprietário do carro usado, justamente por estar com seu veículo certo tempo, consegue discernir com muito mais precisão do que o potencial comprador, se seu carro é um "mico" (*lemon*) ou não. Nasce, portanto, uma assimetria informacional entre o conhecimento do dono do carro usado e o potencial comprador, acerca da aferição das propriedades do carro.[9]

Ainda, esta assimetria carrega para todo o mercado de carros usados, de tal forma que, no limite, carros usados em bom estado serão avaliados da mesma forma que carros usados em péssimo estado, na medida em que os compradores não conseguem discernir, com a mesma precisão que os vendedores, a qualidade do carro.

Uma forma de combater os efeitos da assimetria de informações - o *"Lemons Principle"* – é por meio da sinalização, ou *signaling*.[10] Assim, ainda no exemplo do mercado de automóveis, oferecer uma garantia, por exemplo, é uma forma de sinalização que procura combater a assimetria informacional, vez que se entende que o vendedor só oferecerá uma garantia se acreditar que haverá pouca chance de ser utilizada.

A mesma aplicação do *"Lemons Principle"* também é analisada no mercado de seguro de saúde para idosos (acima de 65 anos no texto do autor americano), tendo em vista a quase inexiste oferta de seguros saúde para pessoas de tal faixa etária, por mais alto que se pense o valor do prêmio. Contradiz-se, portanto, o racional econômico tradicional segundo o qual, diante de uma demanda alta por seguros de saúde para esta idade, que bastaria aumentar o preço do prêmio para cobrir o risco do uso do seguro pelo segurado.

---

[9] *AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.* ***The Quarterly Journal of Economics****, Berkeley, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.*

[10] "*Cleary, the seller of a good quality car would benefit by conveying, or signaling, the car's quality to buyers."* KLEIN, Linda; O'BRIEN, Thomas; PETER, Stephen. Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. ***The Financial Review***, v. 37, n. 3, jan. 2003. p. 4.

Contudo, o consumidor, mormente nesta faixa etária, de um seguro com prêmio muito alto certamente só tem interesse em pagar tal custo tendo em vista a alta probabilidade que existe em justamente utilizar tal seguro, sendo que daí surge a assimetria de informação, na medida em que o consumidor sabe com mais precisão a probabilidade do uso do seguro do que a seguradora. "*The result is that the average medical condition of insurance applicants deteriorates as the price level rises – with the result that no insurance sales may take place at any price.*"[11]

A assimetria de informações também existe com relação às informações da sociedade empresária, na medida em que os administradores da sociedade sabem, com mais precisão, qualidade e velocidade, a situação da sociedade antes de quaisquer terceiros, inclusive credores, trabalhadores, fisco e até acionistas.

No Brasil, no campo societário e de mercado de capitais, a assimetria de informações é vista, via de regra, sob o prisma do combate de *inside trading* em companhias abertas.

Conforme elucida Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa:[12]

> O uso indevido, em benefício próprio ou de terceiro *(insider trading),* de informação privilegiada *(inside information)* por quem a detenha em razão do exercício do cargo é objeto de particular cuidado por parte do legislador quando se trata de companhia aberta. Isto porque, em primeiro lugar, a assimetria de informações entre os administradores e os acionistas e investidores revela-se, neste caso, em seu grau mais amplo. De outra parte, a possibilidade de utilização do conhecimento privilegiado por meio da compra ou venda de ações é própria da companhia aberta, sendo difícil utilizar esse mecanismo na companhia fechada sem despertar a curiosidade dos acionistas convidados a negociar seus títulos em favor de um administrador.

Nesta esteira, o *insider trading* procura impedir o uso, para aproveitamento pessoal ou de terceiros, de informação privilegiada obtida em função do cargo ou situação na sociedade.[13]

Contudo, no presente caso, a assimetria informacional destoa do *insider trading* clássico.

De fato, diante de um cenário onde a sociedade empresarial está premida por dívidas em situação de crise econômico ou financeira, são os membros da administração que descobrem

---

[11] *AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. ***The Quarterly Journal of Economics****, v. 84, n. 3, p. 488-500. aug. 1970.*

[12] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. ***Curso de Direito Comercial***. 2. ed. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2012. p. 471.

[13] *"O insider trading* pressupõe o aproveitamento pessoal de informação privilegiada na compra e venda de valores de emissão da companhia, no mercado de capitais, informação essa que possa 'influir de modo ponderável na *cotação desses valores mobiliários'* (Lei n. 6.404, art. 155, §1.0, *in fine*)." LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Singular, v. 2, 2004. p. 1222-1223.

no primeiro momento tal informação, bem como sua gravidade, tendo em vista que são eles que estão no domínio das informações da sociedade antes que os demais agentes econômicos, tais como acionistas, credores, Fisco e trabalhadores.

A análise da assimetria informacional e os membros da administração não passou despercebido de estudos de finanças corporativas, em especial com relação aos problemas de agência (*agency problems*) e à opção da estrutura de capital adotada pela administração. "*In corporate finance, asymmetric information refers to the notion that firm insiders, typically managers, have better information than do market participants on the value of their firm's assets and investment opportunities."* [14]

Neste sentido, a escolha da estrutura de capital da sociedade por parte de seus administradores representa, inclusive, uma forma de sinalização, na medida em que o administrador racional irá preferir uma estrutura de capital que reduza o risco de falência da sociedade.

Assim, segundo a teoria a econômica, sociedades que preferem incorrer em mais dívidas com terceiros (*debt*), comparado com obter recursos de seus próprios acionistas (*equity*), passam uma sinalização positiva, na medida em que apenas incorreriam neste risco maior de falência se tivessem condições para tanto (dado que a probabilidade do acionista pedir a falência da sociedade é menor que a probabilidade de um terceiro credor).

Um administrador racional, portanto, apenas escolheria contrair dívidas se tivesse fluxo de caixa suficiente para honrá-las, de tal forma passa uma sinalização positiva (isto é, de que seu fluxo de caixa futuro é benéfico) caso contrair mais dívida que recursos de seus acionistas. Trata-se do conhecido Ross Model estudado na teoria econômica.

> *Ross illustrates that managers with an informational advantage have an incentive to signal their private information through their choice of debt level. Firms with lower expected cash flows find it more costly to incur higher levels of debt (because bankruptcy is more likely) than do firms with higher expected cash flows.*[15]

[14] *"In corporate finance, asymmetric information refers to the notion that firm insiders, typically managers, have better information than do market participants on the value of their firm's assets and investment opportunities."* KLEIN, Linda; O'BRIEN, Thomas; PETER, Stephen. Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. ***The Financial Review***, v. 37, n. 3, p. 317-349, 2002.

[15] Teorema conhecido como o *Ross Model*. "*Ross illustrates that managers with an informational advantage have an incentive to signal their private information through their choice of debt level. Firms with lower expected cash flows find it more costly to incur higher levels of debt (because bankruptcy is more likely) than do firms with higher expected cash flows."* KLEIN, Linda; O'BRIEN, Thomas; PETER, Stephen. Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. ***The Financial Review***, v. 37, n. 3, 2002, p. 5.

Contudo, embora útil o modelo, é evidente que a realidade é mais complexa, sendo que os fatores que influenciam a estrutura de capital vão muito além da mera expectativa positiva ou negativa do fluxo futuro de caixa.

Além disso, a questão da assimetria de informações, mormente no que tangem aos membros da administração e o relacionamento com acionistas, reluz ao se enfrentar problemas de agência, conceito também há muito tempo estudado no campo das finanças. Conforme elucida Milton Barossi-Filho:

> Fundamentado na dicotomia propriedade-controle nas sociedades anônimas, Jensen & Meckling (1976) estabeleceram o conceito de custo de agência como uma consequência da assimetria de informação. Segundo os autores, trata-se de uma relação contratual em que uma ou mais pessoas (principais) em conjunto com outra pessoa (agente) assumem certas responsabilidades em nome daquelas envolvendo delegação de poder para decidir à autoridade do agente. Admitindo-se que ambas as partes sejam maxímizadoras de resultados, então há razões para acreditar que o controlador não agirá, sempre, no melhor interesse do principal. O custo de agência manifesta-se, claramente, na presença de assimetria de informação que é um elemento comporta mental da distribuição de informação entre indivíduos no mercado.[16]

Contudo, o enfoque que pretendemos dar no presente estudo diz respeito à assimetria informacional e os deveres fiduciários dos administradores diante de uma situação peculiar: a crise financeira da sociedade e a necessidade de reestruturar as suas dívidas.

1.2 A POSIÇÃO DOS MEMBROS DA ADMINISTRAÇÃO COM RELAÇÃO ÀS INFORMAÇÕES DA SOCIEDADE

Uma crise econômico-financeira da sociedade empresarial dá margem a uma pletora de situações de assimetria de informações e conflitos. A mais evidente é a dos membros da administração, contudo, não é a única, tendo em vista que os conflitos e assimetrias entre acionistas e credores em processos de reestruturação e até entre credores da sociedade pode existir assimetria de informações, seja em função da relevância, sofisticação ou interesse de cada credor.[17]

---

[16] BAROSSI-FILHO, Milton. O Instituto Jurídico Inglês do Truste a Assimetria de Informação: Um Enfoque em *Law Economics* Para o Custo de Agência. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (coord.). **Estudos Avançados de Direito Empresarial**: Contratos, Direito Societário e Bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 46.

[17] Já existem diversos estudos, inclusive, sobre tais conflitos na doutrina estrangeira, vide. ARMOUR, John; HSU, Audrey; WALTERS, Adrian. ***The Costs and Benefits of Secured Creditor Control in Bankruptcy***: *Evidence from the UK*. [Online]. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=912302. Acesso em: 23 jul. 2019.

A análise dos deveres impostos aos membros da administração é ainda mais percuciente nesses casos, tendo em vista o alinhamento que tais membros podem ter ora com os acionistas, ora com os credores. Nesse sentido, algumas legislações, como a inglesa, já tratam da questão, de forma a mitigar conflitos e preservar o valor da empresa:

> *When the company faces financial trouble, directors' alignment with shareholder interests may cause them to take ever more reckless action in an attempt to turn things around: action which may also be in the best interests of shareholders, who have no residual interest in the company if it becomes insolvent, but which will not be in the best interests of creditors. This excessively risky behavior may impose costs on the company and its creditors if it is not eliminated. English common law responds to this problem by imposing a shift in the duties of directors, when a company is financially distressed, from acting in the best interests of shareholders towards acting in the interests of creditors. […] Section 214 of the Insolvency Act 1986, known as the wrongful trading test, provides that a director may be personally liable if he should have known that the company had arrived at the point at which there was no reasonable prospect it would avoid insolvent liquidation, and he did not then take every step with a view to minimising potential loss to creditors*.[18]

As dificuldades de aplicação de tal regra são evidentes, sendo que a própria jurisprudência inglesa cuida para que não se simplesmente questione qualquer decisão da administração, tampouco que se procure responsabilizar os administradores pelo insucesso da companhia ou de negociações. "*In other words, provided the director adduces evidence that he was acting in good faith, and turned his mind to the question of creditor interests, the decision will not be impugned. Moreover, it is not clear precisely when the duty to creditors arises, and, when it does arise, whether it supplants or joins the duty to shareholders."*[19]

Também na doutrina norte-americana, a questão tem sido enfrentada, tendo sido cunhado o termo *deepening insolvency* para se referir a situações em que se analisa a conduta dos administradores quando há um agravamento da crise enfrentada pela sociedade, conforme elucida Leandro Santos de Aragão:

> O termo *deepening insolvency* foi cunhado pela primeira vez na decisão *Schacht v. Brown* da Corte de Apelações da 7ª Região (EUA). Neste caso, o liquidante de uma companhia de seguros falida ajuizou uma ação reparatória contra os administradores argumentando, basicamente, que, mesmo sabendo da crise econômico-financeira que abalava a sociedade, eles continuaram praticando determinados atos que aprofundaram a crise, sendo a mais relevante delas a venda de importantes e valiosos ativos para cobrir alguns

[18] PATERSON, Sarah. ***The paradox of alignment****: agency problems and debt restructuring, European Business Organization Law Review*. v. 17, 2016, p. 502.
[19] PATERSON, Sarah. The paradox of alignment: agency problems and debt restructuring, *European Business Organization Law Review*. **Springer International Publishing**, [S. l.], v. 17, 2016, p. 503.

> débitos que foram surgindo. A defesa, basicamente, argumentou que a venda dos ativos propiciou liquidez à sociedade e esta se tornou capaz de cumprir algumas obrigações que se venceram naquele momento (sem atentar, todavia, para o fato de que o desfazimento de alguns ativos diminuía a relação entre ativos e passivos distribuídos ao longo do tempo); isto, segundo ela, era justificativa bastante para não ficar caracterizado qualquer dano à sociedade. Além disso, prosseguiu a defesa, haveria uma regra geral proibindo a sociedade de ajuizar qualquer demanda por danos causados pelo prolongamento artificial de sua vida, já que ela, enquanto permaneceu ativa, foi beneficiária de todo e qualquer ato praticado para mantê-la em funcionamento. O Tribunal rejeitou o argumento de defesa e disse expressamente que a sociedade sofreu inegáveis danos pelo "aprofundamento" da situação de insolvência. Desde então, a jurisprudência dos tribunais norte-americanos é vacilante, com decisões díspares expelidas de tempos em tempos, ora aceitando esta teoria\ ora a refinando, ora a rejeitando (sem, contudo, deixar de reconhecer que o prolongamento da situação de crise econômico-financeira pode ser utilizado na mensuração dos danos causados pela quebra do dever de lealdade do administrador).[20]

Assim, diante de um cenário de reestruturação de dívidas, na medida em que os administradores possuem muito mais informações da situação da sociedade, deve-se verificar se incorrem em maiores deveres fiduciários perante terceiros, principalmente credores e acionistas.

Afinal, nesta situação, cabe ao administrador alguma medida em especial para cumprir seus deveres fiduciários? Se sim, quais medidas devem ser tomados por tais membros em resguardo de seus deveres fiduciários diante da sociedade, dos acionistas e credores?

2 DEVERES DOS MEMBROS DA ADMINISTRAÇÃO E A REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS

2.1 DEVERES GERAIS DA ADMINISTRAÇÃO: DILIGÊNCIA, LEALDADE E INFORMAÇÃO

Os deveres dos membros da administração estão positivados nos artigos 153 e seguintes da Lei 6.404/1976, o qual serve de base para a aferição da conduta dos membros da

[20] ARAGÃO. Leandro Santos de. Deveres dos Administradores de Sociedades Empresárias em Dificuldade Econômico-Financeira: A Teoria da Deepening Insolvency no Brasil. *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). ***Direito Societário - Desafios Atuais***. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 180-181.

diretoria ou conselho de administração. Tais deveres, evidentemente, não eliminam outras regras de conduta, conforme elucida Fábio Ulhoa Coelho:

> Os principais deveres impostos por lei aos administradores de companhia são o de diligência, cumprimento das finalidades da empresa, lealdade e informar, elencados a partir do art. 153 da LSA. A lei contempla, no entanto, outros tantos deveres, de diferentes naturezas, como, por exemplo, o de divulgar os documentos da administração, com certa antecedência (art. 133), convocar a AGO (art. 123), providenciar a elaboração das demonstrações financeiras (art. 176), preparar laudo demonstrativo da incompatibilidade de distribuição dos dividendos obrigatórios (art. 202, § 42). Também há deveres implícitos, que· se concluem de normas mais gerais ou, mesmo, de princípios. São dessa categoria os deveres de observar os estatutos, cumprir as deliberações dos órgãos societários hierarquicamente superiores, controlar a atuação dos demais administradores, não competir com a sociedade etc. Importa ressaltar que a inobservância de qualquer dever gera rigorosamente os mesmos efeitos civis. Isto é, qualquer que seja o dever descumprido - os elencados a partir do art. 153 da LSA, os dispostos em outras normas legais ou os implícitos -, o administrador responderá pela indenização dos danos que provocar.[21]

Ademais, tais deveres são igualmente aplicáveis aos administradores das sociedades empresárias limitadas, conforme pontifica Modesto Carvalhosa:

> [...] são plenamente aplicáveis às sociedades limitadas as regras da sociedade anônima no que respeita, sobretudo, à sua estrutura organizacional, aos direitos, deveres e responsabilidades dos administradores - por exemplo, as regras de organização e funcionamento dos órgãos da administração -, bem como aquelas que regem os pactos parassociais, como o acordo de acionistas.[22]

De mais a mais, até para os administradores de sociedades limitadas simples, também se aplicam os deveres de diligência, dentre outros.[23] Discorreremos, abaixo, exclusivamente dos deveres de diligência e lealdade.

---

[21] COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial.* 13. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, p. 252-253, 2009.

[22] CARVALHOSA, Modesto. ***Comentários ao Código Civil***: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195). Coordenação: Antônio Junqueira de Azevedo. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13, p. 45.

[23] "Especificamente quanto ao regime dos deveres e de responsabilidades a que se sujeitam os administradores das limitadas, é preciso notar que há diferença no tratamento legal para aquelas limitadas regidas subsidiariamente pelas regras das sociedades simples e aquelas das sociedades anônimas. Às primeiras aplicar-se-ão os seguintes artigos do Código Civil de 2002: 1.011 (dever de diligência); 1.012 (responsabilidade pessoal e solidária com a sociedade por atos praticados antes da averbação do instrumento em separado de nomeação); 1.013, § 2º (responsabilidade pelas perdas e danos causados à sociedade por atos em desacordo com a maioria); 1.015, parágrafo único (responsabilidade por atos praticados com excesso de poder); 1.016 (responsabilidade solidária dos administradores perante a sociedade e terceiros por atos praticados com culpa no desempenho de suas funções); 1.017 (responsabilidade pelos prejuízos e pela restituição do valor dos créditos ou bens sociais aplicados pelo administrador em proveito próprio ou de terceiros) e 1.158, § 3º (responsabilidade solidária e ilimitada dos administradores pelo emprego da firma ou denominação da qual não conste a palavra "limitada" ou sua abreviatura). Às segundas se aplicarão os seguintes artigos da Lei n. 6.404/76: 153 (dever de diligência), 154 (finalidade das atribuições dos administradores e desvio do poder), 155 (dever de lealdade), 156 (conflito de interesses), 157 (dever de informar), 158 (responsabilidade dos administradores pelos prejuízos causados à sociedade) a 159 (ação para promover a responsabilidade dos administradores)." CARVALHOSA, Modesto.

2.1.1 Diligência

O dever de diligência, segundo o artigo 153 da Lei 6.404/1976, no emprego pelo administrador do cuidado e esmero que "todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócio"

Segundo Nelson Eizirik, o dever de diligência é o mais importante de todos:

> Sua importância reside no fato de constituir, mais que um dever, a transposição de um princípio geral de direito, que sempre acompanha a execução de qualquer obrigação, para o âmbito da gestão das companhias. Sua complexidade deriva da forma como foi inserido na Lei das S.A.: como um standard, isto é, como um padrão geral de conduta, uma orientação flexível, cuja aferição não só varia no tempo como também deve ser verificada caso a caso.[24]

A diligência consiste no uso adequado de energias e meios para a realização das finalidades sociais pelos administradores.[25] Indica Renato Ventura Ribeiro que, "No sentido subjetivo, o dever de diligência pode ser tido como esforço, dedicação, cuidado, interesse, atenção e zelo na execução de uma tarefa, independente do resultado final. E numa concepção objetiva, o padrão de conduta exigido no exercício de uma atividade."[26]

Assim, administrador diligente é aquele que empregou os meios e esforços necessários para a consecução do fim social da sociedade, de acordo com o padrão de conduta esperado para pessoas em seu cargo. Não se pretende, portanto, comparar a conduta do administrador com o mero modelo do *bonus pater famíliae* e, mas de ir além, tendo em vista a natureza profissional do cargo.

Não por outro motivo, a doutrina entende que aferição da conduta deve levar conta, além da prudência e presteza do homem médio, os melhores ensinamentos da ciência da administração e finanças.[27]

Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195). Coordenação: Antônio Junqueira de Azevedo. São Paulo: Saraiva, v. 13, p. 137-138, 2003.

[24] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2011. p. 349.

[25] "No âmbito jurídico, diligência é o adequado emprego de energias e meios úteis para realização de um fun determinado. Portanto, o dever de diligência traz o modo de conduta a ser observado. Trata-se de uma obrigação legal e contratual.". RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 207.

[26] RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 207-208.

[27] COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 13. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2009. p. 253.

Dentro desta seara, inclusive, a doutrina cuida da chamada *business judgment rule*, por meio qual se procurar aferir a conduta do administrador, dentro da discricionariedade natural que ele possui na prática de seus atos sob comentada da sociedade. Neste sentido, expõe Osmar Brina Corrêa-Lima:

> Os parâmetros para a conduta discricionária do administrador são os seus deveres de obediência, diligência e lealdade. Balizada por esses parâmetros, encontra-se uma área de discricionariedade, dentro da qual o administrador circula livremente, orientado pelos princípios da ciência de administração de empresas. O que a *business judgment rule* leva em conta é, precisamente, o erro técnico profissional na aplicação desses princípios. Segundo *Arsht*, na verdade, a primeira função da *business judgment rule* pode ser simplesmente propiciar aos administradores a mesma necessária proteção de que os profissionais desfrutam sob o pálio do direito anglo-americano sobre a responsabilidade civil quando acionados pelo mau exercício da profissão *("Indeed, the primary function of the business judgment rule may be simply to accord to directors the same necessary protection that professionals enjoy under AngloArnerican tort law if sued for malpractice"*).[28]

Ora, como conciliar tal dever face uma situação de crise econômico-financeira da sociedade e a necessidade de reestruturar suas dívidas?

Entendemos que o administrador diligente será aquele que procura analisar o problema a fundo e, diante dele, estudar as múltiplas alternativas que existem para soerguer a sociedade. Dito isto, o administrador não pode, tampouco deve, manter-se inerte diante de um cenário cada vez mais sombrio financeiramente, mas deve demonstrar que (i) analisou e diagnosticou a situação e (ii) estudou e elaborou alternativas financeiras e legais para enfrentar as dificuldades.

Neste ponto, distinguimos dois momentos de aplicação mais enfática de tal princípio, o primeiro da identificação das dificuldades e aconselhamento aos acionistas, e o segundo, voltando ao emprego das medidas necessárias para o soerguimento da empresa, inclusive mediante negociação com credores.

A razão pela qual fazemos tal distinção reside no fato de que o administrador deve zelar pelos interesses da empresa.

Dito isso, a diligência do administrador está voltada à identificação e levantamento de alternativas de enfrentamento da crise, devendo levar tais medidas aos controladores, na medida em que são estes que devem deliberar por um ou outro caminho. Assim, ao administrador cabe

[28]CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule). *In:* SILVO, Alexandre Couto. (Coord.) **Direito societário**: estudos sobre a lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 159.

estudar e recomendar medidas como a negociação bilateral ou coletiva de dívidas, propositura de recuperação judicial ou extrajudicial e até, diante do cenário mais extrema, de autofalência.

Não há no Brasil, como na legislação inglesa, uma positivação da responsabilização direta do administrador caso não tome medidas ou sequer estude alternativas para evitar a insolvência da empresa, contudo, certamente uma inércia injustificada não favorece sua situação.

De fato, embora não haja uma responsabilização expressa do administrador como em outros países, a sua conduta ou inércia deverá ser analisada sob a égide dos deveres impostos à administração já previstos no art. 153 e seguintes da Lei 6.404/1976, servindo, ainda, como parâmetro a *business judgment rule*.

Por outro lado, o que não se pode incentivar em absoluto é a futura responsabilização do administrador pelo insucesso da sociedade, vez que nem o mais competente administrador pode evitar crises e acontecimentos de mercado que levam à falência da sociedade.

Assim, relembramos que os deveres da administração são com a empresa, de tal sorte que ele deve, sempre, zelar e recomendar medidas que visam prestigiar a empresa, ainda que contrários aos dos controladores.

2.1.2 Lealdade

Por sua vez, o dever de lealdade é o que distingue o relacionamento entre os administradores e a sociedade de uma mera relação comercial, de intercâmbio.[29] Dada a dificuldade em conceituar lealdade, salienta Luis Felipe Spinelli, que a Lei 6.404/1976 tentou fazer isso de forma negativa.

Desta forma, os incisos do artigo 155 trazem situações em que os administradores adotaram condutas que infringem tal dever. Sem prejuízo, vale a lição de Luis Felipe Spinelli no sentido que os atos desleais têm em comum o uso irregular de informação de propriedade da companhia:

> Para nós o conceito de lealdade gira em tomo da ideia de informação como "propriedade da sociedade; em outras palavras, a informação é considerada como um fato objetivo, sendo verdadeira res da companhia - o que é muito fácil de ser concebido, já que vivemos, como rotineiramente se fala, na era da informação, sendo ela, talvez, o bem de maior valor na Economia contemporânea. Assim, age deslealmente (ou de modo desonesto, infiel etc.)

[29] SPINELLI, Luis Felipe. **O Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 97.

> aquele que se apropria de bem (que é a informação) da sociedade em benefício próprio."[30]

Visa o dever de lealdade, portanto, coibir situações de conflito de interesses, deixando claro que deve o administrador privilegiar o interesse da sociedade e não o seu próprio. Como pontifica a doutrina norte-americana:

> *The duty of loyalty addresses fiduciaries' conflicts of interest and requires fiduciaries to put the corporation's interests ahead of their own – that is, fiduciaries cannot serve two masters. Corporate fiduciaries breach their duty of loyalty when they divert corporate assets, business opportunities, or proprietary information for personal gain.*[31]

Tal dever se manifesta em uma situação de assimetria de informações e reestruturação de dívidas, em primeiro lugar, de forma que vedar que os administradores, ao saberem da crise de antemão, tomem medidas que busquem única e exclusivamente se salvarem ou beneficiarem, em detrimento da sociedade ou terceiros.

Assim, mormente no Brasil onde ainda existe uma vasta gama de empresas familiares, onde os membros da administração também fazem parte do bloco familiar de controle, ser leal é, antes de mais nada, não preterir os interesses da sociedade em benefício dos próprios.

Desta forma, usar da informação privilegiada que a situação de administrador lhes confere, mormente de forma assimétrica, para se aproveitar, ou permitir que terceiros se aproveitem, da situação frágil da empresa é, evidentemente, desleal.

CONCLUSÃO

Conforme visto acima, verificamos que existe um entrelaçamento bastante intenso entre os deveres dos membros da administração e assimetria de informações que existe, mormente diante de uma situação de crise que acarrete a necessidade de reestruturar dívidas da sociedade.

Deveras, tantos os deveres de diligência, lealdade e de informar são acionados em tais situações, cabendo ao administrador ainda mais zelo no cumprimento de seus deveres fiduciários.

REFERÊNCIAS

[30] SPINELLI, Luis Felipe. **O Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 100 e 101.
[31] PALMITER, Lan R. ***Corporations***. 8. ed. New York: Wolters Kluwer, 2015. p. 229.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Berkeley, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.

ARAGÃO. Leandro Santos de. Deveres dos Administradores de Sociedades Empresárias em Dificuldade Econômico-Financeira: A Teoria da Deepening Insolvency no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário - Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ARMOUR, John; HSU, Audrey; WALTERS, Adrian. **The Costs and Benefits of Secured Creditor Control in Bankruptcy**: Evidence from the UK. [Online]. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=912302. Acesso em: 23 jul. 2019.

BAROSSI-FILHO, Milton. O Instituto Jurídico Inglês do Truste a Assimetria de Informação: Um Enfoque em Law Economics Para o Custo de Agência. In: GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (coord.). **Estudos Avançados de Direito Empresarial**: Contratos, Direito Societário e Bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil**: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195). Coordenação: Antônio Junqueira de Azevedo. São Paulo: Saraiva, v. 13, 2003.
COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 13. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2009.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Regra de Julgamento de Negócios (Business Judgment Rule). In: SILVO, Alexandre Couto. (Coord.) **Direito societário**: estudos sobre a lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, v. 2. 2011.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de Informações no Mercado de Capitais. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (coord.). **As Sociedades por Ações na Visão Prática do Advogado**. Rio de janeiro: Elsevier, 2010.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

GABAN, Eduardo Molan. Regulação econômica e assimetria de informação. **Revista de Direito Constitucional e Internacional**, São Paulo, v. 46, p. 233-289, jan./mar. 2004.

KLEIN, Linda; O’BRIEN, Thomas; PETER, Stephen. Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. **The Financial Review**, v. 37, n. 3, p. 317-349. 2002.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Singular, v. 2, 2004.

MUÑUZ, Maria Paula Costa Bertran. Paralelismo entre Assimetria de Informações e Vulnerabilidade dos Consumidores: Uma Análise acerca de Juros em Contratos de Concessão de Crédito, **Revista do Direito do Consumidor**, São Paulo, n. 86, p. 48-63. 2013.

PALMITER, Lan R. **Corporations**. 8. ed. New York: Wolters Kluwer, 2015. p. 229.

PATERSON, Sarah. **The paradox of alignment**: agency problems and debt restructuring, European Business Organization Law Review. v. 17, 2016. p. 502-50.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SENRA, Ricardo Belízio de Faria. Cooperativa de Crédito e Banco: o Alogro da Analogia e a Preponderância Da Assimetria. In: LEITE, Jacqueline Rosadine de Freitas; SENRA, Ricardo Belízio de Faria (coord.). **Aspectos Jurídicos das Cooperativas de Crédito**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2005.

SPINELLI, Luis Felipe. **O Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclrec. **Curso de Direito Comercial**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2012.