

A DEVIDA DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

THE DUE DILIGENCE RULE FOR OFFICERS OF ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

AUTOR: FRANCISCO NORONHA NETO

RESUMO

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar são pessoas jurídicas que têm por finalidade a concessão de benefícios de caráter previdenciário complementares e autônomos em relação ao Regime Geral de Previdência Social. Para cumprir seu mister, referidas entidades constituem reservas acumuladas por contribuições de participantes e patrocinadores, otimizando-as mediante a aplicação nos mercados financeiro e de capitais. Norteia a atividade dos administradores responsáveis por tais aplicações o dever geral de diligência – cláusula geral por excelência e cujos parâmetros são estabelecidos pela doutrina e jurisprudência. O presente estudo revela esses parâmetros, apresentando uma idéia clara a respeito da justa medida do dever de diligência e propõe a *due diligence* aplicável aos processos de reorganização societária como meio de documentação e prova do cumprimento dessa obrigação pelos administradores das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

Palavras-chave: Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Aplicação de recursos. Mercado Financeiro e de Capitais. Administradores. Dever de diligência. *Due diligence*.

ABSTRACT

The Entidades Fechadas de Previdência Complementar are a type of legal entity that aims to provide additional retirement benefits to the statutory system. In order to achieve its purpose, these entities create reserves by accumulating contributions made by the parties involved, which are applied at financial and securities markets. The activities of its managers are oriented by the rule of diligence – a general clause whose parameters are stated by doctrine and precedents. This paper studies these parameters, presenting the exact idea of how this clause should be applied with justice, and proposes the "due diligence" applied to the corporate restructuring, as a means of documentation and prove of fulfilling to the referred clause, by the managers of Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

Keywords: Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Reserves application. Financial and Capital Markets. Managers. Rule of diligence. Due diligence.

LISTA DE SIGLAS

AETQ	Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional

EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
FIP	Fundo de Investimento em Participações
LC	Lei Complementar
LSA	Lei das Sociedades Anônimas – Lei Federal 6.404/76
PAS	Processo Administrativo Sancionador

1 Introdução

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar¹ são pessoas jurídicas, que têm por finalidade a administração de planos de previdência complementares e autônomos em relação ao Regime Geral de Previdência Social.

Referidos planos de previdência nasceram basicamente da necessidade de se complementar a aposentadoria proporcionada pelo regime público de previdência, a fim de garantir que o aposentado mantenha o mesmo padrão de vida de seu período em atividade.

Para atingir sua finalidade, o regime de previdência tem fundamento financeiro na capitalização de reservas suficientes² para suportar os benefícios contratados, o que se dá mediante a contribuição de participantes e patrocinadores³.

¹ Conforme definição legal dos artigos 1º, 2º e 31º da Lei Complementar 109/01. *Art. 1º O regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, é facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício, nos termos do caput do art. 202 da Constituição Federal, observado o disposto nesta Lei Complementar. (...) Art. 2º O regime de previdência complementar é operado por entidades de previdência complementar que têm por objetivo principal instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário, na forma desta Lei Complementar. (...) Art. 31. As entidades fechadas são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, exclusivamente: I - aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e II - aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores. § 1º As entidades fechadas organizar-se-ão sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. § 2º As entidades fechadas constituídas por instituidores referidos no inciso II do caput deste artigo deverão, cumulativamente: I - terceirizar a gestão dos recursos garantidores das reservas técnicas e provisões mediante a contratação de instituição especializada autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou outro órgão competente; II - ofertar exclusivamente planos de benefícios na modalidade contribuição definida, na forma do parágrafo único do art. 7º desta Lei Complementar. § 3º Os responsáveis pela gestão dos recursos de que trata o inciso I do parágrafo anterior deverão manter segregados e totalmente isolados o seu patrimônio dos patrimônios do instituidor e da entidade fechada. § 4º Na regulamentação de que trata o caput, o órgão regulador e fiscalizador estabelecerá o tempo mínimo de existência do instituidor e o seu número mínimo de associados.*

² Conforme determina o artigo 1º da LC 109/01, citado anteriormente.

³ Conforme os incisos I e II do artigo 31 da LC 109/01, Art. 31. As entidades fechadas são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, exclusivamente: I - aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e II - aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores.

Por essa razão, tem-se que as entidades têm como atividade meio a aplicação da poupança de participantes e patrocinadores nas mais diversas modalidades de investimentos de modo a otimizar as reservas capitalizadas para o pagamento de benefícios futuros. A regulação dos limites de aplicação e alocação desses recursos é de competência do Conselho Monetário Nacional⁴.

Para se ter uma idéia da relevância da poupança acumulada dos vulgarmente chamados de fundos de pensão, temos que, segundo dados da PREVIC – Superintendência da Previdência Complementar, o total de ativos administrados pelas entidades somam mais de R\$ 677 bilhões⁵, em março de 2013. Essa poupança é responsável por atender a *3,28 milhões de participantes e assistidos, distribuídos em três modalidades de planos de benefícios: (benefício definido – BD, contribuição definida – CD e contribuição variável – CV)*⁶.

Dada a importância social dessas entidades, intervém o Estado não só para estabelecer critérios de diversificação e limites de aplicação em ativos financeiros e valores mobiliários, como também para responsabilizar os administradores dessas mesmas entidades, por prejuízos causados em razão de investimentos frustrados.

A responsabilidade dos administradores é conhecida como *de meio*, razão porque não se imputam aos mesmos eventuais prejuízos em decorrência da desvalorização de papéis adquiridos pelas EFPC. Respondem exatamente pela suficiência dos *meios* empregados na análise de aquisição e monitoramento dos mencionados papéis. A indicação de que a responsabilidade é de meio decorre do fato de o legislador ter imputado ao administrador o dever geral de diligência⁷.

⁴ Conforme o artigo 9º da LC 109/01: Art. 9º As entidades de previdência complementar constituirão reservas técnicas, provisões e fundos, de conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador. § 1º A aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos de que trata o caput será feita conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. § 2º É vedado o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação.

⁵ *O sistema de previdência complementar brasileiro possui 327 EFPC, 1.088 planos previdenciários, 2.803 patrocinadores/instituidores e 3,28 milhões de participantes e assistidos, distribuídos em três modalidades de planos de benefícios: (benefício definido – BD, contribuição definida – CD e contribuição variável – CV), conforme mostram os Gráficos 1 e 2.* (PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (Brasil). Estatística Trimestral – Março 2013. Brasília. 2013. Disponível em: http://www.mpas.gov.br/arquivos/office/1_130625-115648-562.pdf. Acesso em 05 ago. 2013., 9 p.)

⁶ Relatório de Atividades 2012, Superintendência Nacional de Previdência Complementar, http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_130718-104912-988.pdf, acesso em 05/08/2013.

⁷ *Indo além na análise do dever de diligência, é possível extrair outra inferência de grande relevância. Ao pautar a conduta do administrador pelo dever de diligência, a lei torna evidente que a obrigação do administrador na condução geral dos negócios da companhia é obrigação de meio, não de resultado. (...) Da regra geral, porém, o administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com a diligência para a consecução de determinado fim (no caso, os objetivos da companhia), mas não se obriga pela efetiva obtenção do resultado.* (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A. São Paulo, SP: Saraiva, 2009, 132 p).

A ausência desses *meios* configura, por sua vez, o não atendimento ao dever geral de diligência. Contudo, dado o universo de condutas para garantir o dever geral de diligência que é imposto aos administradores, preferiu o legislador empregar conceitos jurídicos indeterminados, o que torna mais difícil a verificação de regularidade da gestão no caso concreto.

Dada essa dificuldade, o que proponho, por meio do presente trabalho, é a indicação de uma metodologia que atenda às atuais medidas de informação e investigação que decorrem do dever geral de diligência dos administradores das EFPC, responsáveis pela aplicação de seus recursos acumulados.

2 As regras de conduta dos administradores

Partirei da análise das regras editadas pelo legislador ordinário e regulador, seguindo pela doutrina e jurisprudência, com o objetivo de chegar à norma de aplicação relativa⁸ à responsabilidade civil dos Administradores Estatutários Tecnicamente Qualificados das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

2.1 As regras de conduta dos administradores

A redação do Código Civil e da Lei das Sociedades Anônimas quando tratam do dever dos administradores das sociedades e companhias, respectivamente é praticamente a mesma, diferenciando-se apenas pela opção do tempo verbal e pela presença de dois parágrafos na lei geral. Para facilitar o cotejo transcrevo a seguir os respectivos dispositivos:

(Código Civil) Art. 1.011. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

§ 1º Não podem ser administradores, além das pessoas impedidas por lei especial, os condenados a pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato; ou contra a economia popular, contra o sistema financeiro nacional, contra as normas de defesa da concorrência, contra as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade, enquanto perdurarem os efeitos da condenação.

§ 2º Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato.⁹

⁸ O presente trabalho adota uma linha de atenuação do positivismo radical, ao considerar que o texto da lei, denominado como regra, não se confunde com a norma a ser aplicada. Nas palavras de Frederico Gabrich: *Para a perfeita percepção do alcance, do significado e da importância das normas jurídicas em geral e dos princípios em particular, é fundamental não confundir norma jurídica com o texto da norma jurídica, ou texto normativo.* (GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. Meritum, Belo Horizonte: Meritum. v. 2, jul./dez. 2007, 373-408 p.)

⁹ BRASIL. Código Civil. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013

(LSA) 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 negócios¹⁰.

O padrão de diligência estabelecido pelo texto da regra, portanto, é aquele *que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios*. Vale o registro de que a legislação pátria segue a mesma prática de indeterminação dos *padrões de conduta* utilizados na legislação estrangeira¹¹.

A interpretação literal do comando desses dispositivos é um tanto tautológica, pois deixou o legislador de especificar o que se espera do administrador responsável. E, poderia tê-lo feito ainda que preferisse a técnica de conceitos jurídicos indeterminados. Talvez a única mensagem concreta que se pode extrair do texto da norma é a de que, para a sua aplicação ao caso concreto, deve-se confrontar a conduta do administrador com a esperada de *todo homem ativo e probo*.

É evidente que a conduta de todos homens probos e ativos não é a mesma, dadas as diferenças de formação e experiência do administrador. Daí porque a doutrina costuma dizer que o padrão seguiria o conceito do *homem médio*.

Contudo, ainda que a doutrina tenha melhor especificado o padrão de conduta, a aplicação do dispositivo ainda se revela difícil no caso concreto, pois o padrão do homem médio, levando-se em consideração o universo de administradores em atividade no país, pode não atender o ideal de justiça, notadamente quando o administrador é responsável pela aplicação da poupança privada, no caso das companhias abertas e das entidades de previdência complementar.

¹⁰ BRASIL. Código Civil. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013

¹¹ Conforme aponta a Diretora-Relatora Norma Parente, por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM de número 03/97: *Observando-se o direito comparado, é certo que independentemente do que cada legislação acrescenta a esta conduta-tipo, 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. Este fato se observa independentemente do modo como cada legislador optou por definir a exigência por esses padrões. Logo, 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.* (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo Administrativo Sancionador CVM de número 03/97. Diretora-Relatora: Norma Parente. Rio de Janeiro, 1997. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013)

Ao se debruçar sobre a interpretação do texto da norma, a doutrina traz como origem o antigo dever do *bonus pater familias* – bom pai de família. Para demonstrar a inadequação da regra aos anseios normativos, a doutrina capitaneada por Nelson Eizirik confronta os objetivos do bom pai de família na condução dos próprios negócios com a do administrador da companhia aberta. Enquanto no primeiro caso o objetivo é a manutenção do patrimônio familiar, no segundo é o lucro¹².

Não obstante a apontada inadequação da legislação ordinária, o órgão regulador, especialista por excelência, foi mais atento e menos impreciso ao determinar a conduta, por exemplo, dos gestores de Fundos de Investimentos em Participações ou nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários.

Nesse sentido, destacamos os seguintes dispositivos, constantes das Instruções Normativas 391¹³ e 400 da CVM¹⁴, respectivamente:

(ICVM 391) Art. 14. Incluem-se entre as obrigações do administrador:

(...)

VI – fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembléia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;

VII – se houver, fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento¹⁵;

Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

¹² “Na realidade, a figura do *bonus pater familias* está associada à preservação do patrimônio da entidade familiar, enquanto que a atuação do administrador sempre deve ser dirigida à consecução do objeto social, visando à obtenção de lucros, já que é da essência da sociedade anônima a finalidade lucrativa. Em outras palavras, o bom pai de família deve procurar manter o patrimônio e o administrador deve buscar multiplicá-lo”. (EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico (3ª ed.). Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 426 p.)

¹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa número 391. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

¹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa número 400. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

§1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.¹⁶

Em relação aos Fundos de Investimentos em Participações, a CVM expressamente determina a realização e atualização de estudos que fundamentem e que indiquem ou não a manutenção das decisões de investimento, caso 10% dos cotistas isolada ou conjuntamente o requererem. Já no caso das ofertas públicas o dever de diligência se materializa *pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.*

Tem-se, portanto, que dada a especificidade das funções de um e de outro administrador, entre outras razões, pôde a CVM descrever padrões de conduta mais determinados ou menos indeterminados que a empregada pelo legislador ordinário no Código Civil ou na Lei das Sociedades Anônimas. Exatamente por esse caráter especial, tais padrões não revelam condutas que pudessem esclarecer de maneira abrangente a indeterminação do texto da norma do Código Civil e LSA, quando tratam do dever de diligência.

2.2 *As regras de conduta do AEQT*

Já a legislação específica aplicada às EFPC¹⁷, embora atribua a responsabilidade pessoal aos administradores pelos prejuízos que causarem à entidade, sequer estabelece diretrizes de seu comportamento.

O fez apenas o Conselho Monetário Nacional, órgão a quem foi outorgada competência para regular a aplicação das reservas dos fundos de pensão¹⁸, por meio da

¹⁶ Ibidem.

¹⁷ Conforme os artigos 35 §§5º e 6º e 63 da LC 109/01.

Resolução CMN 3.792¹⁹. Para os fins do presente trabalho destacamos os seguintes dispositivos:

(Res. CMN 3792) Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, os administradores da EFPC devem:

I - observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência;

II - exercer suas atividades com boa fé, lealdade e diligência;

III - zelar por elevados padrões éticos; e

IV - adotar práticas que garantam o cumprimento do seu dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefícios.

Art. 7º A EFPC pode designar um administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) para cada segmento de aplicação previsto nesta Resolução.

Art. 8º A aplicação dos recursos dos planos da EFPC requer que seus administradores e demais participantes do processo decisório dos investimentos sejam certificados por entidade de reconhecido mérito pelo mercado financeiro nacional.

§ 1º O disposto no caput se aplica também aos empregados da EFPC que realizam operações com ativos financeiros.

§ 2º Os prazos para a certificação mencionada neste artigo são:

I - para o AETQ, até 31 de dezembro de 2010;

II - para os demais administradores, participantes do processo decisório e empregados da EFPC que realizam operações com ativos financeiros, devem ser observados os seguintes percentuais mínimos em relação ao contingente:

a) vinte e cinco por cento até 31 de dezembro de 2011;

b) cinquenta por cento até 31 de dezembro de 2012;

c) setenta e cinco por cento até 31 de dezembro de 2013; e

d) cem por cento até 31 de dezembro de 2014.

Art. 9º Na aplicação dos recursos, a EFPC deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos, incluídos os riscos de crédito, de mercado, de liquidez,

¹⁸ Conforme comando do §1º do artigo 9º da LC 109/01.

¹⁹ BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 3.792/2009. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013

operacional, legal e sistêmico, e a segregação das funções de gestão, administração e custódia.

O artigo 7º cuida de estabelecer princípios norteadores da atividade de gestão de investimentos. Todavia, permanece o mesmo grau de indeterminação da legislação ordinária, aparecendo novamente o dever de diligência sem quaisquer especificações.

Já o artigo 8º estabeleceu um cronograma de certificação para os administradores e demais participantes do processo decisório de investimentos, tendo se esgotado ainda em dezembro de 2010 o prazo de certificação para o Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado – AEQT²⁰.

Mais adiante, o artigo 9º estabelece norma em princípio dirigida à EPFC, a fim de que implemente sistema de *identificação, avaliação, controle e monitoramento de riscos*

2.3 Conclusão do Capítulo

Para o que interessa ao presente trabalho, vale o registro que embora a CVM e CMN tenham estabelecido um número maior de diretrizes que devem nortear as atividades dos administradores se comparado ao texto promulgado pelo legislador ordinário, a indeterminação do texto da norma ainda é um traço marcante, abrindo-se espaço tanto para a doutrina quanto para o aplicador do direito a busca da norma de aplicação.

²⁰ A estrutura de governo das EFPC é composta pelo Conselho Deliberativo, Diretoria Executiva e Conselho Fiscal, conforme o artigo 35 da LC 109/01. Inobstante a competência desses colegiados, §5º, do mesmo dispositivo exige que a entidade informe ao órgão regulador e fiscalizador o responsável pela aplicação dos recursos da entidade. Esclarece ainda o artigo 7º da Resolução CMN 3792, que a entidade poderá indicar um responsável para cada segmento de aplicação.

3 A razão de ser das cláusulas gerais

Não deve a Lei descer em minúcias já apontava Carlos Maximiliano²¹ no século passado, pois, a casuística proporciona apenas mais dúvidas e mais litígios. A esse conselho para se evitar a casuística, alia-se a constatação de que não é possível prever todas as condutas que o legislador pretende regular. Os próprios códigos revelam ter sido reconhecida a impossibilidade de tudo especificar e prescrever²². Em sua obra, o mesmo autor descreve o movimento da história jurídica, no sentido de conferir cada vez maior liberdade ao julgador, o que se tem verificado nos países ditos cultos²³. Essa liberdade não surgiu recentemente, pois já praticada pelos romanistas ao inquirir qual a vontade ou intenção do legislador, se tivesse previsto o fato não alcançado pelo texto da norma²⁴.

No levantamento desses fatos históricos, Judith Martins Costa foi precisa ao identificar o ponto de inflexão do casuismo à utilização de cláusulas gerais, no século XIII.

²¹ *Quanto mais pródiga em minúcias a lei, quanto mais particularista, maior o número de interrogações que levanta, de litígios que sugere. Deve (o juiz) procurar suprir as faltas dos Códigos, reveladas pela prática, ou corrigir as conclusões prejudiciais a que chegou a jurisprudência; porém com a mais discreta reserve, evitando perder-se nos meandros da casuística, da qual resultaria multiplicar as causas de dúvidas e, portanto, agravar a insegurança jurídica.* (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito* (16ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2003. 48 p.)

²² *Os próprios Códigos revelam ter sido reconhecida a impossibilidade de tudo especificar e prescrever; porquanto deixam ao alvedrio do julgador o apreciar inúmeros motivos da demanda, ou de escusa; por exemplo, quando se referem a boa ou má fé; força maior; moral; bons costumes; ingratidão; imprudência; ou imperícia; objeto ilícito ou impossível; fim ilícito, ou imoral; injúria grave; dolo, no civil e no crime; ou mandarem graduar a pena conforme as circunstâncias agravantes e atenuantes; e falarem de haver, sobre a pessoa do cônjuge, caído em erro que, descoberto, torne insuportável a vida em comum; justo motivo para não admitir que outrem pague a sua dívida; indenizar, além do que o credor perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar; tratar o imóvel alheio como se fosse seu; empregar, no exercício do mandato, a diligência habitual; provar que guardava com cuidado preciso o animal danificador; restituir, na falta da própria coisa, o equivalente estimado pelo seu preço ordinário pelo de afeição; e assim por diante.* (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito* (16ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2003. 52 p.)

²³ *Insensivelmente se foi tornando, nos países cultos, sobretudo nos últimos anos, cada vez mais livre e independente a Aplicação do Direito. Nem podia ser de outro modo. Sem uma certa amplitude de autoridade em face das normas estritas, a magistratura ficaria 'impotente contra as resistências brutais da realidade das coisas'. Por isso, todas as escolas lhe reconhecem o direito de abrandar a rigidez das fórmulas legais, esforço este em que influi e transparece o coeficiente pessoal. (...) A praxe, o ensino e a ciência não se limitam a procurar o sentido de uma regra e aplicá-lo ao fato provado; mas também e principalmente, se esmeram em ampliar o pensamento contido em a norma legal à medida das necessidades da vida prática. Além do significado de uma frase jurídica, inquirem também do alcance da mesma.* (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito* (16ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2003. 49-50 p.)

²⁴ *A liberdade de exegese, atribuída aos magistrados, não surgiu recentemente; sustentaram-na acatados romanistas e a corte mais adiantada dentre os que interpretavam a lei com inquirir qual a vontade ou intenção, do respectivo prolator: uns e outros se não limitavam a aplicar o que o legislador quis, mas também o que ele quererá, se tivesse previsto o caso em apreço. Deixavam, assim, um campo vastíssimo reservado ao alvedrio judiciário.* (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito* (16ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2003. 52 p.)

Nesse época, registra a autora, a legislação passou a utilizar o que se denominou *normas diretivas* ou *normas objetivo*, a fim de estabelecer programas de resultado para o bem comum e o fim social²⁵.

Ao promover a defesa do modelo do atual Código Civil, que privilegiou as cláusulas gerais e agravou, portanto, o nível de indeterminação da norma, a mesma autora fundamenta o emprego dos conceitos jurídicos indeterminados, pois, (i) permitem a integração intra-sistemática tanto no âmbito do próprio código – pela aplicação de outras disposições legais de certos casos - e; (ii) *viabilizam a integração inter-sistemática, facilitando a migração de conceitos e valores entre o Código, a Constituição e as leis especiais*²⁶.

Tal integração inter-sistemática afirma o caráter normativo dos princípios como bem defendido por Frederico de Andrade Gabrich, não obstante a generalidade dos operadores do direito ignorar tal fato²⁷. Por consequência, esses operadores não reconhecem a

²⁵ *As cláusulas gerais constituem uma técnica legislativa característica da segunda metade deste século, época na qual o modo de legislar casuisticamente, tão caro ao movimento codificatório do século passado --- que queria a lei "clara, uniforme e precisa", como na célebre dicção voltaireana --- foi radicalmente transformado, por forma a assumir a lei características de concreção e individualidade que, até então, eram peculiares aos negócios privados. Tem-se hoje não mais a lei como kanon abstrato e geral de certas ações, mas como resposta a específicos e determinados problemas da vida cotidiana. Por esta razão, nossa época viu irromper na linguagem legislativa indicações de programas e de resultados desejáveis para o bem comum e a utilidade social (o que tem sido chamado de diretivas ou "normas-objetivo"), permeando-a também terminologias científicas, econômicas e sociais que, estranhas ao modo tradicional de legislar, são, contudo, adequadas ao tratamento dos problemas da idade contemporânea. Mais ainda, os códigos civis mais recentes e certas leis especiais, têm privilegiado a inserção de certos tipos de normas que fogem ao padrão tradicional, não mais enucleando-se na definição, o mais perfeita possível, de certos pressupostos e na correlata indicação punctual e pormenorizada de suas conseqüências.* (MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no Projeto do Código Civil Brasileiro. Disponível em:< <http://www.ufrgs.br/ppgd/doutrina/martins1.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2013).

²⁶ *Têm ainda as cláusulas gerais a função de permitir à doutrina operar a integração intra-sistemática entre as disposições contidas nas várias partes do Código Civil --- a "mobilidade interna", a qual consiste, nas palavras de Couto e Silva, "na aplicação de outras disposições legais para a solução de certos casos, percorrendo às vezes a jurisprudência um caminho que vai da aplicação de um dispositivo legal para outro tendo em vista um mesmo fato" (47). Por fim, viabilizam a integração inter-sistemática, facilitando a migração de conceitos e valores entre o Código, a Constituição (48) e as leis especiais. É que, em razão da potencial variabilidade do seu significado, estas permitem o permanente e dialético fluir de princípios e conceitos entre esses corpos normativos, evitando não só a danosa construção de paredes internas no sistema, considerado em sua globalidade, quanto a necessidade de a eficácia da Constituição no Direito Privado depender da decisão do legislador do dia. Com efeito, em alargado campo de matérias --- notadamente os ligados à tutela dos direitos da personalidade e à funcionalização de certos direitos subjetivos ---, a concreção das cláusulas gerais insertas no Código Civil com base na jurisprudência constitucional acerca dos direitos fundamentais evita os malefícios da inflação legislativa, de modo que, ao surgimento de cada problema novo, não deva, necessariamente, corresponder nova emissão legislativa.* (MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no Projeto do Código Civil Brasileiro. Disponível em:< <http://www.ufrgs.br/ppgd/doutrina/martins1.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2013)

²⁷ *Não obstante, em nosso sistema jurídico, tanto as regras quanto os princípios têm caráter normativo-impositivo, determinando, direta ou indiretamente, uma regra de conduta ou um dever-ser. Há, entretanto, entre regras e princípios, distinções marcantes.* (GABRICH, Frederico de Andrade, Instrumentos de Inovação Estratégica no Direito. Inovação no Direito. Belo Horizonte : Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012, pg. 51.)

*abertura do sistema, a superação da legalidade estrita e a imposição da normatividade ou estabelecer alternativas inovadoras para os objetivos das pessoas e das organizações empresariais*²⁸.

Esse modelo de sistema jurídico aberto e inovador é bem analisado por Judith Martins Costa:

Desde logo, assento uma premissa que vale, paradoxalmente, como conclusão: a razão de visualizar o novo texto legislativo à luz das suas cláusulas gerais responde à questão de saber se o sistema de direito privado tem aptidão para recolher os casos que a experiência social contínua e inovadoramente propõe a uma adequada regulação, de modo a ensejar a formação de modelos jurídicos inovadores, abertos e flexíveis. Em outras palavras, é preciso saber se no campo da regulação jurídica privada é necessário, para ocorrer o progresso do Direito, recorrer-se, sempre, à punctual intervenção legislativa ou se o próprio sistema legislado poderia, por si, proporcionar os meios de se alcançar a inovação, conferindo aos novos problemas soluções a priori assistemáticas, mas promovendo, paulatinamente, a sua sistematização²⁹.

A causa primeira da utilização dessa técnica legislativa é a impossibilidade de previsão de todas as hipóteses fáticas que envolvem as atividades dos administradores, aponta a doutrina. Da impossibilidade, portanto, de serem previstas todas as condutas humanas merecedoras de tutela legal, evolui-se para a solução consciente de utilização de conceitos cada vez mais indeterminados – cláusulas gerais – como um meio de garantir uma constante inovação do direito, enquanto imutável o texto da lei.

Destarte e segundo as conclusões da doutrina a respeito das cláusulas gerais, não há, a respeito do dever de diligência, uma carência legislativa, mas sim uma verdadeira e real intenção de se proporcionar a construção do direito, segundo as necessidades do tempo de sua aplicação. Contudo, a concretização da norma se dará exatamente pela denominada *experiência social* mencionada por Judith Martins Costa, o que se traduz no trabalho da doutrina e da jurisprudência.

²⁸ Ibidem.

²⁹ MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no Projeto do Código Civil Brasileiro Disponível em:< <http://www.ufrgs.br/ppgd/doutrina/martins1.htm>>. 10/08/2013.

4 A hermenêutica – como se chegar à norma de aplicação

De pronto, confirma-se a facilitação do fenômeno da integração inter-sistemática das regras editadas para a conduta dos administradores de sociedades, companhias, principalmente abertas, de Fundos de Investimento e das EFPCs, porquanto a expressão diligência fora empregada em todos os casos pelo legislador, com um único propósito.

Não há como deixar de reconhecer que há um objetivo comum para os administradores em geral: em qualquer caso, os mesmos administram investimentos de sócios, acionistas, quotistas e participantes de planos de previdência complementar. Exatamente essa interseção é que proporciona a apuração de uma norma de aplicação comum para o dito dever de diligência.

Não obstante o legislador ordinário e mesmo o CMN tenham mantido certo grau de indeterminação quanto ao que se tem por um administrador diligente, a CVM o faz, por exemplo, tanto para gestores de Fundos de Investimentos em Participações, quanto para os envolvidos na oferta pública de valores mobiliários, como exposto acima. No primeiro caso, pela realização de estudos de viabilidade e manutenção de investimentos, nas hipóteses que levanta e no segundo quando exige suficiência na prestação de informações.

Obviamente a oferta pública de valores mobiliários não é algo corrente para os administradores em geral. Contudo, a realização de investimentos relevantes para o atingimento dos fins sociais da pessoa jurídica é atividade esperada de seu administrador. Portanto, pode-se extrair como regra geral, a necessidade de realização de estudos prévios que deem fundamento para uma dada operação.

Tal interseção ainda é mais evidente, se comparadas a intensidade e complexidade do investimentos realizados pelo gestor de Fundos de Investimentos em Participações e o AEQT das EFPC. Portanto, por analogia, é de se esperar que o AEQT realize estudos similares aos promovidos por gestores dos citados fundos.

5 A doutrina das companhias abertas aplicada aos AEQT

Exercendo o trabalho de recolher de julgados norte-americanos regras gerais que dão norte ao dever geral de diligência para as companhias abertas, a doutrina tem especificado os elementos que configuram a cláusula geral – exatamente como orienta um sistema aberto e inovador descrito por Judith Martins Costa³⁰. Na obra coletiva capitaneada por Nelson Eizirik, com o título Mercado de Capitais – Regime Jurídico, os autores decompueram o dever de diligência em: (i) o dever de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o dever de bem administrar; (iii) o dever de se informar; (iv) o dever de investigar e; (v) o dever de vigiar³¹.

Embora ainda com certo nível de indeterminação, os padrões estabelecidos pela doutrina são mais precisos, sendo alguns já positivados pelo CMN para os AEQT.

O *dever de se qualificar para o exercício do cargo*³² já se encontra positivado para os responsáveis pela aplicação dos recursos das EFPC, na medida em que o CMN estabeleceu um cronograma de certificação para os envolvidos no processo de investimento³³.

Já em relação ao dito *dever de bem administrar*³⁴, a doutrina de Nelson Eizirik e demais autores o explica como sendo a atuação que se dá dentro dos limites do objeto social, visando o interesse social. Embora reconheça com bastante mérito a decomposição dessa doutrina a respeito dos cinco elementos que configuram o *dever de diligência*, penso que o dito *dever de bem administrar* é resultado e não componente do dever de diligência.

Quanto ao denominado *dever de vigiar*³⁵, o mesmo consiste na tarefa de supervisionar, monitorar os negócios sociais, malgrado não se exija uma fiscalização detalhada e diária de tudo o que a sociedade realiza.

³⁰ Fazer referência ao trecho que explica essa necessidade.

³¹ Nos termos da obra: *Na realidade, para facilitar a verificação do cumprimento do dever de diligência, a doutrina, principalmente a partir da análise dos casos julgados de tribunais norte-americanos, tem ressaltado que ele se decompõe em cinco diferentes aspectos, a saber: o dever de se qualificar para o exercício do cargo; o dever de bem administrar; o dever de se informar; o dever de investigar; e o dever de vigiar.* (EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico (3ª ed.). Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 431 p.).

³² Segundo a doutrina para as companhias abertas, *a qualificação para o exercício do cargo* dispensa uma formação técnica altamente qualificada. Deve o administrador ter *conhecimentos gerais a respeito das atividades desenvolvidas pela companhia que administra, com capacidade para tomar decisões de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais.* A obra de Nelson Eizirik traz esse retrato da doutrina, baseado em julgado norte-americano. (Ibidem, p. 430-431)

³³ Conforme artigo 8º da Resolução CMN 3792, citado na seção 2.1.

³⁴ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico (3ª ed.). Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 430 p.

³⁵ Ibidem, p. 435

A respeito do monitoramento, vale a observação de que também encontra referência na regulação aplicada às EFPC, pois, exige o regulador que se monitore os investimentos realizados³⁶.

Deixei por último os deveres de *se informar* e de *investigar*, porquanto penso que são as diretrizes centrais da atividade dos administradores no exercício do cargo, sendo o último consequência do primeiro.

Pelo dever de *se informar* entende-se aquele que exige do administrador a busca de informações suficientes para o desenvolvimento do negócio social. A medida de suficiência é balizada pela agilidade em que determinada decisão deva ser tomada e pelas circunstâncias que a precedem. Ou seja, o dever de *se informar*³⁷ se submete ao princípio da razoabilidade.

Diante do conjunto de informações consideradas suficientes, deverá o administrador exercer uma análise crítica, a fim de identificar contradições, incorreções ou mesmo um nível de incerteza que exija uma investigação mais acurada, o que não afasta a coleta de mais informações. A essa análise se denomina o dever de *investigar*, que também está submetido à razoabilidade, uma vez que não se pode exigir do administrador – porque impossível - que exerça a investigação sobre toda e qualquer informação, relatório ou auditoria levados ao seu conhecimento³⁸.

Do confronto entre os elementos que configuram o dever geral de diligência, aplicado para as companhias abertas e a regulação das atividades dos administradores das EFPC, foi possível identificar a presença de dois deles positivados na Resolução CMN 3792/09, quando exige habilitação e capacitação e determinam especificamente o dever de monitoramento das aplicações.

Não obstante essa clara evolução do regulador, diante do ultrapassado conceito do bom pai de família empregado pelo legislador ordinário, ainda se nota uma evidente falta de indicação a respeito dos deveres de *se informar* e de *investigar*, os quais foram levantados pela doutrina, segundo a jurisprudência, principalmente norte-americana.

³⁶ Conforme artigo 9º da Resolução CMN 3792/09: Art. 9º Na aplicação dos recursos, a EFPC deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos, incluídos os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico, e a segregação das funções de gestão, administração e custódia.

³⁷ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 431-432

³⁸ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 433-434

A meu ver, contudo, poderiam tais elementos já integrar a regulação, como já faz, ainda que timidamente a CVM para o gestor de FIP³⁹, sem prejudicar a ideia de sistema aberto e em construção, que evolui segundo as necessidades sociais⁴⁰. Isso porque, embora a doutrina, recolhendo a experiência da jurisprudência, tenha identificado claramente o que se exige do administrador para que atinja o ideal de diligência, seus elementos ainda contam com alto grau de indeterminação, a eles podendo ser atribuída a condição de verdadeiras cláusulas gerais. A qualificação, o monitoramento, a busca de informações e a investigação são regras gerais que foram descritas pela doutrina imunes a quaisquer especificações de ordem fática, ou seja, a eles não se vinculou hipótese de fato específica que acionaria um ou outro sub-dever de diligência. É dizer que a experiência, ainda que estrangeira, já é suficiente para que tenhamos uma regulação e talvez até mesmo uma legislação ordinária mais adequada à atividade do administrador em geral.

³⁹ Quando determina a realização de estudos prévios e de monitoramento de investimentos. Conforme seção 2 acima.

⁴⁰ Como explica Judith Martins Costa ao defender a técnica legislativa das cláusulas gerais. Vide capítulo 3.

6 A análise de precedente da CVM

De modo geral, o que se verifica nos processos administrativos sancionadores, tanto da CVM quanto da CRPC é um esforço de reconstrução das circunstâncias de fato que deram suporte e justificativa às decisões dos administradores. Contudo, a reconstituição precisa do ambiente, ao tempo da tomada de decisão é das tarefas processuais mais difíceis, seja para o advogado ou para o próprio julgador ao presidir a fase de instrução processual.

Em 05/03/2013, a CVM julgou o Processo Administrativo Sancionador 02/08, que entre outras questões, teve de analisar a ocorrência de falta do dever de diligência do diretor financeiro de certa companhia. Em síntese, concluiu a acusação que o administrador deixou de realizar a necessária e prévia análise de risco de crédito para um determinado contrato de mútuo⁴¹.

Confirmando as regras extraídas pela doutrina a respeito do dever de diligência, a CVM julgou pela existência do dever de diligência, pois, segundo voto condutor do acórdão, o acusado: (i) não se pautou apenas por informações trazidas pela parte interessada; (ii) levou em consideração o perfil dos sócios da mutuária; (iii) uma das quais já teria investido quantia relevante na mesma para um negócio específico; (iv) indicou que as notas promissórias materializadoras da dívida são regidas por sistema jurídico que permite a desconsideração da personalidade jurídica em caso de descapitalização; (v) demonstrou que uma das partes envolvidas tinha uma excelente situação de caixa⁴².

Não obstante ter o julgador reproduzido essa série de motivadores da decisão objeto de análise, deixou de rever a profundidade das informações e o seu mérito substancial, respeitando a discricionariedade própria dos administradores das companhias abertas⁴³.

⁴¹ . Conforme se extrai do voto do Diretor-Relator: *A acusação concluiu que PP descumpriu o disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76, por ter contratado um empréstimo em favor da H, por meio do TCF, sem a realização de uma análise de crédito prévia à tomada de decisão, deixando de se informar acerca da situação patrimonial da H, medida exigida para se possibilitar uma decisão informada e isenta acerca da operação (item 346 do relatório de acusação)*. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo Administrativo Sancionador CVM de número 02/08. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013).

⁴² Ibidem, conforme voto condutor, parágrafo 25.

⁴³ Ibidem, conforme o parágrafo 26 do mesmo julgado: *26. Sem emitir qualquer juízo de valor acerca dos elementos considerados pelo Acusado, entendo que, no caso concreto, não se pode excluir a presunção de que a decisão por ele tomada foi de boa-fé e no interesse da companhia. Nesse sentido, vale transcrever trecho do voto da Diretora-Relatora Ana Novaes no julgamento, em 27.11.12, do PAS CVM nº RJ2008/9574: “Ao analisar uma acusação com base no dever de diligência, o ideal seria que o regulador pudesse analisar o processo que levou os administradores da companhia a tomarem determinada decisão. A CVM vem reforçando este entendimento, sendo exemplo claro disto o Parecer de Orientação Nº 35. Assim, quando o objeto da decisão é, por exemplo, particularmente complexo, controvertido, ou envolvendo partes relacionadas, é parte do dever*

Embora não tenha feito remição específica, a CVM pautou-se nesse caso, pela *business judgment rule*.

Por essa regra, a jurisprudência norte americana tem adotado presunção relativa de que, tendo-se colhido informações, presume-se de boa-fé e no interesse da companhia, a conduta do administrador. Por consequência, o julgador deve se abster de rever o mérito da decisão⁴⁴.

Contudo, mesmo nos tribunais norte americanos, onde fora criada a teoria, a inviolabilidade do mérito da decisão do administrador é relativizada, pois, como pontua Gastone Cottino (1997), citado por Marcelo Vieira Von Adamek (2009), *a decisão de realizar uma política de investimento em país destinado à bancarrota é típica decisão estratégica, o que não subtrai a censura se resultou de uma equivocada valoração da situação*. (ADAMEK, 2009, p. 132).

Nesse sentido, a meu ver, a própria CVM tem adotado com moderação a *business judgment rule* ao declarar, por exemplo, no Parecer Orientação 35 que o ideal da autarquia é analisar o *processo que levou os administradores da companhia a tomarem determinada decisão, como afirma a Diretora Ana Novaes*⁴⁵.

E para que tal análise do processo, é fundamental que haja uma documentação de suporte. Nos termos das palavras da mencionada Diretora, por ocasião do julgamento do PAS CVM nº RJ2008/9574:

Uma simples ata de Conselho resumida informando que tal decisão foi tomada pode não ser suficiente para provar diligência. É preciso que haja alguma documentação de suporte⁴⁶.

Portanto, revendo os conceitos até aqui tratados, ainda que não se revise o mérito substancial, as decisões dos administradores devem se pautar por uma lógica que estabeleça um encadeamento entre as informações – fatos - e fundamentos técnicos - segundo o estado

de diligencia dos administradores mostrarem que tomaram uma decisão de boa-fé e no melhor interesse da companhia. Uma simples ata de Conselho resumida informando que tal decisão foi tomada pode não ser suficiente para provar diligência. É preciso que haja alguma documentação de suporte. Evidentemente, esta orientação deve ser seguida com bom senso pelas companhias em função de seu porte e da complexidade da situação concreta de forma a não travancar as decisões de uma companhia.”

⁴⁴ A *business judgment rule* constitui um standard of review, isto é, corporifica uma regra de controle judiciário sobre as decisões dos administradores, estabelecendo a presunção de que estes agiram de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé e acreditando que seus atos visaram a atender os melhores interesses da companhia. (EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico (3ª ed.). Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 437-438 p.)

⁴⁵ Conforme afirma Diretora-Relatora Ana Novaes no julgamento, em 27.11.12, do PAS CVM nº RJ2008/9574.

⁴⁶ *Ibidem*

da arte da ciência de que administrador deve se valer, seja a própria administração de empresas, economia, finanças, engenharia ou outro ramo aplicável -, apurados direta ou indiretamente pelo administrador - por meio de consulta formal a determinado profissional habilitado. Assim, para que haja presunção de boa-fé como consequência da *business judgment rule*, mister estejam presentes as informações e os fundamentos da decisão, devidamente documentados.

7 A *due diligence* para os processos de tomada de decisão para investimento

Como se pôde extrair do último julgado da CVM, citado acima, a documentação é meio de prova do administrador. Por documentos, se pode demonstrar o fiel cumprimento do dever de diligência, tanto no que diz respeito ao levantamento de informações quanto à investigação e análise para a tomada de decisão.

A propósito da documentação é recorrente a prática da *due diligence* aplicável aos processos de aquisição de empresas, participações societárias relevantes ou reorganizações societárias. Não por outra razão que se consagrou ao termo *due diligence* – devida diligência – a metodologia de levantamento de informações e investigação que atende ao arquétipo do dever de diligência que antecede as operações societárias ou de investimento.⁴⁷

Ainda que não tenha sido objeto de regulamentação específica, já se consolida como prática entre os operadores do direito que assessoram operações de reorganização societária um metódico processo de auditoria financeira, contábil, operacional e jurídica.

Em breve síntese, o processo consiste na disponibilização de informações constantes de detalhados *check-list*, que servem de guia e controle de fornecimento de informações e documentos que são comumente disponibilizados em *data rooms*, a fim de se garantir a integridade e a confidencialidade do material⁴⁸.

Com base nesses documentos, os profissionais de cada especialidade – contábil, financeira, etc. – admitidas, por óbvio as subespecialidades – advogado especialista em contratos, por exemplo – produzem relatórios detalhados a respeito das principais operações do negócio alvo, destacando os passivos e contingências.

Seguirá a esse relatório um sumário contendo um resumo da auditoria de cada área de especialidade, que indicará aos responsáveis pela operação, uma verdadeira radiografia do negócio alvo.

⁴⁷ *A profissionalização das operações de F&A fez com que se tornassem raras as transações em que as partes optam pela não realização da chamada due diligence, procedimento de auditoria que tem por principais objetivos, como se afirmou acima, obter a melhor compreensão possível do negócio a ser adquirido ou 'combinado'; aumentar a possibilidade de uma escolha acertada; possibilitar ajustes no preço; realizar uma avaliação dos riscos da operação e do negócio; e reduzir a exposição do vendedor a eventuais reclamações do comprador, em caso de venda de ativos empresariais ou participações societárias.* (BOTREL, Sérgio Mendes Coutinho. *Fusões & Aquisições*. 2ª ed. Belo Horizonte: Saraiva, 2013, 153 p.)

⁴⁸ *Ibidem*, 154 p.

Com base nisso, os administradores do adquirente do negócio alvo reúnem elementos não só de precificação como também de avaliação de riscos de toda natureza.

A esse capítulo de auditoria, aditaria ainda um especificamente que reunindo as circunstâncias do negócio, justifiquem não só o preço do investimento, mas como também a razão da assunção desse ou daquele risco. Ou seja, acresceria um capítulo de fundamentação da decisão.

Se o processo decisório do administrador, segue metodicamente o que ora expus, penso que atendido o dever de diligência, segundo os termos da doutrina e jurisprudência analisada pelo presente trabalho, notadamente os seus componentes de *se informar e investigar*.

E, guardadas as devidas diferenças, o processo a aquisição em reorganização societárias pode ser considerado genericamente um processo de investimento, assim com se dá com ativos financeiros ou valores mobiliários pelos AEQT das EFPC.

Assim, o que proponho é a aplicação da *due diligence* aos processos de tomada de decisão para investimentos das EFPC, cujo nível de profundidade de investigação será determinado de acordo com a relevância e complexidade do ativo envolvido. Promovida a *due diligence*, segue-se à articulação das razões que levaram à decisão de investimento, que incluirá as circunstâncias externas ao ativo. Observadas essas recomendações, penso assim estar atendido o ideal de diligência do administrador da poupança de milhões de pessoas a quem estes confiam suas aposentadorias e, portanto, sua sobrevivência.

8 Conclusão

Embora a CVM e CMN tenham estabelecido um número maior de diretrizes que devem nortear as atividades dos administradores de FIP e EFPC, respectivamente, se comparado ao texto promulgado pelo legislador ordinário, para sociedades e companhias, a indeterminação do texto da norma ainda é um traço marcante, abrindo-se espaço tanto para a doutrina quanto para o aplicador do direito a intrincada busca da norma de aplicação.

Malgrado se reconheça que o regulador tenha se esforçado em explicitar alguns dos elementos que caracterizam o encargo do administrador dos fundos de pensão, abandonando inclusive o ultrapassado *bonus pater familias*, ainda assim a técnica legislativa empregada é a de cláusulas gerais ou conceitos jurídicos indeterminados.

A causa da utilização dessa técnica legislativa é a impossibilidade de previsão de todas as hipóteses fáticas que envolvem as atividades dos administradores, aponta a doutrina. Da impossibilidade de serem previstas todas as condutas humanas merecedoras de tutela legal, evolui-se para a solução consciente de utilização de conceitos cada vez mais indeterminados – cláusulas gerais – como um meio de garantir uma constante inovação do direito, enquanto imutável o texto da lei. O papel da doutrina e da jurisprudência, tornam-se fundamentais para que se possa construir o Direito num sistema impregnado de cláusulas gerais.

Seguindo esse papel fundamental, a doutrina das companhias abertas decompôs o dever de diligência em cinco sub-deveres: *se qualificar, bem administrar, se informar, investigar e vigiar*. Demonstrei que a qualificação e o monitoramento já estão presentes na regulação, faltando ainda o tratamento legislativo para os deveres de *se informar* e *de investigar*. E, esses conceitos, extraídos para as companhias abertas são também aplicáveis aos Administradores Estatutários Tecnicamente Qualificados das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

A meu ver, poderiam esses sub-deveres já integrar a regulação, como já faz, ainda que timidamente a CVM, sem prejudicar a ideia de sistema aberto e em construção, que evolui segundo as necessidades sociais, pois esses mesmos sub-deveres também têm caráter de cláusula geral.

Mantida ainda a indeterminação dos sub-deveres que compõem o de diligência, procurei demonstrar, por meio da análise de recente julgado da CVM, como a autarquia vem aplicando esses conceitos ao caso concreto.

Da prática forense, ainda que não se revise o mérito substancial, as decisões dos administradores devem se pautar por uma lógica que estabeleça um encadeamento entre as informações – fatos - e fundamentos técnicos - segundo o estado da arte da ciência de que administrador deve se valer, seja a própria administração de empresas, economia, finanças, engenharia ou outro ramo aplicável -, apurados direta ou indiretamente pelo administrador - por meio de consulta formal a determinado profissional habilitado. Assim, para que haja presunção de boa-fé como consequência da *business judgment rule*, mister estejam presentes as informações e os fundamentos da decisão, devidamente documentados.

É recorrente a prática da *due diligence* aplicável aos processos de aquisição de empresas, participações societárias relevantes ou reorganizações societárias. Não por outra razão que se consagrou ao termo *due diligence* – devida diligência – a metodologia de levantamento de informações e investigação que atende ao arquétipo do dever de diligência que antecede as operações societárias ou de investimento.

O que proponho, portanto, por meio do presente trabalho é a aplicação da metodologia da *due diligence* – e sua consequente documentação - aos processos de tomada de decisão para investimentos das EFPC, cujo nível de profundidade de investigação será determinado de acordo com a relevância e complexidade do ativo envolvido. Promovida a *due diligence*, segue-se à articulação das razões que levaram à decisão de investimento, que incluirá as circunstâncias externas ao ativo. A *due diligence* também poderá ser composta por capítulos destinados à análise de risco de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico além tratar dos limites de aplicação exigidos pelo regulador. Observadas essas recomendações, penso assim estar atendido o ideal de diligência do administrador da poupança de milhões de pessoas a quem confiam suas aposentadorias e, portanto, sua sobrevivência.

9 Referências

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A*. São Paulo, SP: Saraiva, 2009.

BRASIL. Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Código Civil. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Lei 6.404/76, de 15 de setembro de 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa número 391. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa número 400. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo Administrativo Sancionador CVM de número 03/97. Diretora-Relatora: Norma Parente. Rio de Janeiro, 1997. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo Administrativo Sancionador CVM de número 02/08. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo Administrativo Sancionador CVM de número RJ2008/9574. Diretora-Relatora: Ana Novaes. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 3.792/2009. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 19 ago. 2013.

BOTREL, Sérgio Mendes Coutinho. *Fusões & Aquisições*. 2a ed. Belo Horizonte: Saraiva, 2013.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GABRICH, Frederico de Andrade. O caráter normativo dos princípios. *Meritum*, Belo Horizonte: Meritum. v. 2, jul./dez. 2007, 373-408 p.

GABRICH, Frederico de Andrade, Instrumentos de Inovação Estratégica no Direito. Inovação no Direito. Belo Horizonte : Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, 2012.

COTTINO, Gastone. *Diritto commerciale. Le società*. 4. ed. Padova: CE-DAM, 1997, v. 1. t. 2.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito* (16ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2003.

MARTINS-COSTA, Judith. *O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no Projeto do Código Civil Brasileiro*. Disponível em:< <http://www.ufrgs.br/ppgd/doutrina/martins1.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2013

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (Brasil). **Estatística Trimestral – Março 2013**. Brasília. 2013. Disponível em: http://www.mpas.gov.br/arquivos/office/1_130625-115648-562.pdf. Acesso em 05 ago. 2013.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (Brasil). **Relatório de Atividades 2012**. Brasília. 2012. Disponível em: http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_130718-104912-988.pdf. Acesso em 05 ago. 2013.