

**NOT SO SOFT: NOVOS PARADIGMAS REGULATÓRIOS
E ALGUMAS NOTAS SOBRE GOVERNANÇA, COMPLIANCE E
BUSINESS JUDGMENT RULE**

Henrique Cunha Barbosa

**1. RETESAMENTO REGULATÓRIO E OS NOVOS PARADIGMAS DA
"ALTA-ADMINISTRAÇÃO"**

As duas últimas décadas deram mostras nada desprezíveis de que, infelizmente, nem toda a benfazeja flexibilidade e dinamismo das diretrizes (*guidelines*) de *soft law* dão conta das, por assim dizer, não menores versatilidade moral e cupidez dos agentes de mercado, especialmente daqueles nos quais se depositam as maiores expectativas quando se pensa em boa conduta e retidão corporativas.

Mas, se toda a gama de escândalos havidos¹ causou profundos danos sistêmicos e abalo de confiança, esse mesmo colapso trouxe como corolário natural um novo clamor por maior conformidade e padrões de governança, com a respectiva intensificação de vigília e controle mercadológicos e regulatório-sancionador. Essa resposta, como sói acontecer em tempos de crise, veio materializada em normas contemporâneas mais ou menos duras, tanto na forma de legislação quanto de autorregulação, bem como mediante a releitura de institutos e/ou amoldamento de escólio na esfera do *enforcement*²⁻³(p.seg.).

- 1 Vide todo o enredo de falhas corporativas envolvendo desde o surgimento dos primeiros instrumentos financeiros mais exóticos ainda nos idos de 1994, ao crescimento dos riscos operacionais inerentes ao aceleramento da globalização e as falhas e fraudes de ordem financeira-informacional e eventos de corrupção que assolaram os até então pretensos "colossos-inatacáveis" tais como "Enron", "WorldCom", "Parmalat", "Société Générale", "Lehman Brothers", "AIG", "Bear Sterns", "Madoff" e, cá por terras tupiniquins, "Agrenco", "Siemens", "Sadia", "Aracruz", "Petrobrás", dentre outros mais ou menos globais, mas todos de inegável envergadura.
- 2 Como já destacaram Marcelo TRINDADE e Aline Menezes SANTOS, "A reação primeira e natural, nos momentos de perdas e fracassos dos mercados ou instituições, é a do ceticismo em relação à capacidade do ser humano de fazer a coisa certa, quando colocado diante de qualquer decisão que envolva diretamente o seu próprio interesse. Por isso a reação normal é o pedido por mais leis e normas, que sejam magicamente capazes de resolver os problemas. Em uma espécie de reconhecimento da fraqueza moral inerente à natureza humana, busca-se refúgio nas regras legais, cuja vantagem em relação aos padrões éticos estaria na possibilidade de cumprimento forçado. (...) A auto-regulação pode servir à própria renovação da percepção ética dos agentes de mercado, que não pode ser

E esse endurecimento normativo, fruto do verificado distanciamento entre teoria e prática e o respectivo fechamento de cerco àqueles velhos “homens *hobbesianos* de mercado”, fizeram surgir (ou repaginaram) também um moderno cardápio de padrões e referências procedimentais, dando novo fôlego a siglas, nomenclaturas e técnicas de gestão e posturas corporativas tais como “GRC”, “ERM”, “CDM”⁴, “Stewardship”, e os mais vastos.

No cerne disso tudo, porém, o que se diagnostica com clareza é que, ao fim e ao cabo, todo o escarcéu foi fruto de um mesmo parto, traduzido por deficiências ou desalinhamento internos de governança ou *compliance*, via de regra somente deflagrados – ou não estancados a tempo e modo – face a ausência de controles ou supervisão de riscos ou, ainda, pela (in)ação de conselhos frágeis ou puramente ornamentais, cuja vassalagem ao controlador e a falta de competência ou dedicação deixaram o negócio com rédeas soltas e, sem qualquer alinhamento com os *stakeholders* – e, pior, com a própria empresa –, deram azo aos desvios e calamidades perpetrados⁵. Mais lamentável, tal se deu sob as vistas –

abandonada.” (in <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>, p. 53.). E assim de fato o foi, v.g., com SOX, Dodd-Frank, FCPA, Lei Brasileira Anticorrupção, Cartilha de Governança e decisões em PAS da CVM, adoção de parâmetros tais como “*Comply or Explain*” (ou “*If Not, Why Not?*”) e reiteradas diretrizes e regulamentos editados por SEC, IOSCO, CVM, BMFBovespa (Novo Mercado), ANBIMA, CGU, dentre outros (e sem prejuízo das *guidelines* de *soft law* de IBGC, OCDE, etc.).

3 Se bem que, curiosa e paradoxalmente o que se tem assistido em tempos recentes é a própria *soft law* vir a reboque da lei ou da regulação (ou autorregulação), como se denota, v.g. da 5ª edição do Código de Boas Práticas de Governança do IBGC, que veio a lume recentemente, na retaguarda de uma série de regramentos de dito *hard law* nacionais ou alienígenas (especialmente no que toca a normas de *compliance* e anticorrupção), ou da própria mudança de postura e sancionamento por parte de *gatekeepers* ou órgãos competentes.

4 Respectivamente designados “*Governance, Risk & Compliance*”, “*Enterprise Risk Management*”, “*Corporate Defense Management*”.

5 Em meados de 2006, após uma incursão empírica e metodológica nos diversos escândalos aqui elencados, Stewart HAMILTON e Alicia MICKLETHWAIT, identificaram a seis principais causas da derrocada, quais sejam: (i) conselhos de administração ineficazes; (ii) decisões estratégicas erradas; (iii) CEOs excessivamente poderosos; (iv) atmosfera de arrogância corporativa e ganância; (v) falha dos controles internos; e (vi) expansão excessiva das atividades por meio de más aquisições. Mas outros fatores também contribuíram para aqueles escândalos de governança, tais como: sistemas de remuneração inadequados; falhas na regulação; e falta de ativismo e/ou questionamento por parte dos investidores. (in “*Greed and Corporate Failure*”. Palgrave Macmillan, 2006).

coniventes, pueris ou, menos crível, senão inadmissível pelas mesmas razões acima expostas, induzida a erro – dos chamados *gatekeepers*, dos quais ao menos em tese se espera devam atuar como última linha do front apta senão a impedir, ao menos detectar esses descertos. Aliás, mesmo quando se declina a esses *gatekeepers*, a situação dos conselhos só faz agravar, em especial quando se admite que, voltando às origens, são os conselheiros os primeiros personagens a quem se pode dedicar esse título e responsabilidades consecutórias⁶.

Nesse cenário, o certo é que, a esta altura dos acontecimentos, *disclosure*, *accountability*, *fairness*, responsabilidade corporativa e *compliance* já não podem mais funcionar como meros *slogans* propagandistas de um aparente diferencial estratégico, devendo exprimir atributos basilares concretos e efetivos de empresas e instituições que almejam ser respeitadas e perenizar-se. E se essa mudança de postura e implementação dos procedimentos necessários trazem de fato custos financeiros não desprezíveis, estes devem ser encarados como um verdadeiro investimento, materializado pelo *tradeoff* da mitigação de perdas e preservação da solidez econômica e de mercado, senão da própria sobrevivência e manutenção da boa imagem empresarial perante o público em geral, de modo enfim a viabilizar a geração de valor consistente para os acionistas e segurança para os *stakeholders*, com a serenidade, mas acima de tudo cautela e diligência suficientes e necessárias aos responsáveis pela administração do negócio. Ademais, se o custeio de programas de governança e *compliance* são eventualmente elevados, o preço da “não conformidade” e “desgoverno” são indubitavelmente muito mais altos.

6 Em seu trabalho seminal, ao categorizar esses *gatekeepers* John COFFEE JR. já apontava nesse sentido: “*First, the gatekeeper may be a Professional who is positioned so as to be able to prevent wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent. For example, an investment banking firm can refuse to underwrite the issuer's securities if it finds that the issuer's disclosures are materially deficient; similarly, an auditor or an attorney who discovers a serious problem with a corporate client's financial statements or disclosures can prevent a merger from closing by declining to deliver an opinion that is a necessary precondition for that transaction. In this first sense, the gatekeeper is a private policeman who has been structured into the process to prevent wrongdoing. By withholding its approval, it closes the gate, typically denying the issuer access to the capital markets. So defined, even the board of directors can be seen as a gatekeeper.*” (COFFEE Jr. John C. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford University press, 2006, p. 2)

Em suma, foi-se o tempo das práticas de governança corporativa e *compliance* como meros pseudo sistemas “*check-the-box*”, declinados por discursos ou códigos de conduta e diretrizes empolados e verticalmente impostos no seio da empresa, mas que no fim do dia não passavam de um verdadeiro jogo de cena ladinamente vendido ao mercado.

E esse novo paradigma afeta diretamente a chamada “alta-administração” empresarial, seja no que toca a ampliação do leque de atividades, competências ou exigências postas aos conselhos de administração (*boards*), seja no que tange ao *modus operandi* das próprias diretorias (*management*), de modo a fazer frente tanto ao atual cenário normativo quanto a esse novo papel e diretrizes do conselho, com o qual deve passar a atuar então de modo muito mais interativo, cooperativo e coordenado, sem prejuízo de suas responsabilidades imediatas de execução direta da gestão. Como destaca Ram CHARAN, um dos principais gurus mundiais dos grandes líderes empresariais, conselheiros e CEOs:

“O ambiente de negócios mudou. O jogo não é mais o mesmo. E os conselhos também precisam mudar. A mudança necessária é a seguinte: os conselhos precisam se responsabilizar pelo desempenho da empresa. No passado, empregados, acionistas e a imprensa contavam com o CEO para assegurar o bom desempenho da empresa. Agora eles também estão recorrendo a vocês, o conselho, para assumir a liderança. Vocês precisam assumir a responsabilidade e prestar contas. (...) O papel do conselho jamais será o mesmo. A “governança” agora implica liderança, não apenas monitoramento distante e aprovações passivas. Os conselhos devem proteger furiosamente suas empresas de ameaças de declínio e morte subida, enquanto, ao mesmo tempo, ajudam a administração a aproveitar as oportunidades que as mudanças tumultuadas apresentam, mas que são difíceis de enxergar na agitação diária de conduzir a empresa. O conselho que consegue fazer as duas coisas transforma governança em vantagem competitiva. (...) A expertise funcional – contabilidade, marketing e tecnologia, por exemplo – ou a experiência do CEO é vital e esperada. Mas vocês não podem se limitar a consultar uma lista de verificação genérica para saber do que seu conselho precisa. Os conselhos precisam assegurar que seus membros tenham a expertise específica para fazer as perguntas certas e garantir que o

desempenho de um bom CEO melhore ainda mais, para afetar a escolha de metas de curto e longo prazos por parte da empresa, para analisar e aprovar a estratégia e para manter relacionamentos com e stakeholders como ativistas e legisladores.”⁷

Como se percebe, a conjuntura moderna trouxe um incremento substancial no horizonte de expectativas, papéis e escrutínio da dita “alta administração”. Na condição de componente central do sistema de governança – e hodiernamente também de *compliance* –, guardião primeiro do objeto social e responsável em última instância pelo fiel cumprimento de regras e definição de políticas, estratégias e limites operacionais e de riscos corporativos e, portanto, de elo fundamental entre acionistas (proprietários) e executivos (gestão), o conselho de administração deve descer do pedestal e assumir uma posição *hands on* e de real alinhamento com o negócio e àqueles que lhe confiaram o mandato, respeitando igualmente as expectativas legítimas das diversas correntes acionárias e demais *stakeholders* que orbitam a esfera corporativa.

Para muito além da discussão do referencial de independência – de fato absolutamente relevante, mas ainda a meio caminho do desejável⁸

7 CHARAN, Ram. *Reinventando a Governança Corporativa*. São Paulo: Elsevier, 2010, p. 2.

8 Aliás, no que concerne à independência nosso sistema ainda tem de fato muito por caminhar, ao menos enquanto ainda vigorar uma estrutura de capital concentrado e vigentes regras legais que permitam a demissão *ad nutum* dos conselheiros ou sua vinculação a disposição de acordos de acionistas. Prova disso, v.g. é o recente acórdão de lavra do TRF da 3ª Região, em Ação na qual um ex-conselheiro da “Bombril” tentava anular condenação que lhe fora imposta pela CVM pelo descumprimento do dever de diligência ao votar em deliberação que favorecera o controlador, tendo então referido administrador “sustentado” perante o Poder Judiciário, pasmem, que assim o fizera por um “temor reverencial” àquele acionista dominantes. Veja-se: “DIREITO PROCESSUAL CIVIL E ADMINISTRATIVO. INDEFERIMENTO DE PROVA TESTEMUNHAL. FALTA DE RECURSO. CERCEAMENTO INEXISTENTE. LIVRE CONVENCIMENTO MOTIVADO. MULTA. INFRAÇÃO À LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. APROVAÇÃO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DE NEGÓCIO PREJUDICIAL AOS SÓCIOS MINORITÁRIOS. VANTAGEM INDEVIDA EM PROL DO GRUPO ECONÔMICO CONTROLADOR. RESPONSABILIDADE DO MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO. DEVER DE DILIGÊNCIA. RECURSO IMPROVIDO. (...)” 3. O membro do conselho de administração de companhia por ações encontra-se sujeito a um especial dever de diligência na condução dos negócios societários, conforme previsto no artigo 153 da Lei 6.404/1976. 4. O DEVER DE DILIGÊNCIA EXIGE QUE O MEMBRO DO CONSELHO, ANTES DE TOMAR QUALQUER DECISÃO NEGOCIAL, INFORME-SE DO NECESSÁRIO PARA QUE A SUA DELIBERAÇÃO OCORRA DE FORMA INDEPENDENTE, RESPONSÁVEL E COM ZELO DIANTE DOS INTERESSES DA COMPANHIA

–, o que se põe em pauta hoje é a eficácia do conselho de administração, composto que deva ser por membros engajados, disponíveis, multidisciplinarmente qualificados e verdadeiramente conectados ao interesse maior da organização e seu objeto social. Com efeito, e fruto desse novo contexto, a própria intensificação do movimento de profissionalização dos conselhos tem demonstrado que o “fator independência”, por primordial que seja, é apenas mais um dos tantos qualificadores imprescindíveis do que se pode considerar um conselheiro completo e em sintonia com as expectativas do mercado e demais *stakeholders*.

Nesse sentido, embora constem desde sempre nas cartilhas de boas práticas e normas reguladoras – e, mais que isso, estejam inequivocamente subjacentes ao dever de diligência –, a verdade é que as funções

ACIONISTAS, AVALIANDO OS IMPACTOS E RISCOS POSSÍVEIS DO NEGÓCIO. 5. No caso, o apelante não agiu com a devida diligência esperada dos administradores das sociedades anônimas, pois ao decidir pela aprovação do negócio, de que resultou a investigação da CVM, fez prevalecer, de modo abusivo, o ganho do acionista controlador em manifesto prejuízo dos direitos dos demais acionistas, evidenciando culpa no exercício da função, sancionável nos termos do artigo 158, I, da Lei 6.404/1976. 6. É manifestamente inescusável a alegação de que tomou a decisão exigível, se esta foi motivada, como alegado, pelo receio de perder o emprego. Distintamente dos empregados sujeitos à típica relação de subordinação, os membros do conselho de administração, ainda que empregados, não podem invocar subordinação para descumprir dever imposto pela legislação específica, que regula o exercício da função e as respectivas responsabilidades legais, sem contar as que decorreram do próprio estatuto da sociedade anônima. **A ALEGAÇÃO DE QUE AGIU POR TEMOR REVERENCIAL AO ACIONISTA CONTROLADOR APENAS COMPROVA O DESCUMPRIMENTO DO DEVER LEGAL DE DILIGÊNCIA E RESPEITO ÀS NORMAS LEGAIS E, PORTANTO, A LEGITIMIDADE DA PUNIÇÃO APLICADA PELA COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS.** 7. Apelo improvido”. (TRF 3^o Região - Ap. Cível n^o 0003780-78.2008.4.03.6100/SP - Rel. Des. Carlos Muta) grifamos

- 9 A doutrina é vasta acerca da matéria e na qualificação tipológica dos conselheiros (v.g. internos, externos e independentes), mas objetivamente pode-se entender por conselheiro independente aquele que, isento da influência de categorias acionárias específicas e agindo sem conflito de interesses é capaz de identificar e priorizar então o interesse prioritário da companhia e monitorar e quiçá melhor orientar os demais. Sobre o tema, vide: CAMARGO, André Antunes Soares; SILVA, Thiago José da. *Conselheiros Independentes - Status e Proposições*. in Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v.1 - Mar/2015. São Paulo, Almedina, 2015; e CERZETTI, Sheila Christina Neder. *Administradores Independentes e Independência dos Administradores. Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro*. in VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.) in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. *Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

de monitoramento e supervisão foram relegadas a segundo plano pela “alta administração” das companhias, mormente no que concerne aos conselhos de administração. Agora, contudo, estão na ordem do dia, despontando como ingrediente inafastável do “kit” de competências do conselheiro¹⁰.

A propósito disso, não se pode perder de mira que a própria origem da figura do conselheiro independente nos sistemas anglo-saxões tinha por fundamento justamente a ideia de que um profissional não vinculado ou “emcabestado” por grupos específicos de acionistas teria condições então de monitorar com mais veemência os demais membros, evitando destarte os descaminhos e a expropriação de valor e patrimônio empresariais¹¹.

- 10 Enfatizando a relevância dessa monitoria/supervisão, não por acaso os grandes pilares do que se pode considerar um bom programa de *compliance* podem ser divididos basicamente nos seguintes quatro fatores: (i) “Comprometimento”, dos administradores e de todo o *staff* da instituição com a estratégia e objetivos do negócio e com o programa implantado, em todos os níveis da organização; (ii) “Implementação”, tendo como pressuposto a responsabilidade para a obtenção de resultados, com o estímulo a comportamentos que criem e sustentem o programa e a tolerância zero com atos que o comprometam ou aos controles de gerenciamento das obrigações impostas; (iii) “Monitoramento”, do desempenho do programa e sua efetividade, com documentação e medição constantes de seus resultados e/ou falhas; e (iv) “Melhoria Contínua”, mediante a análise crítica regular e aprimoramento do plano de *compliance*.
- 11 Nesse sentido, a jurisprudência recente tem majoritariamente atuado para ratificar a independência do conselho de administração, mormente no que tange ao reconhecimento da indelegabilidade de suas competências e de sua não vinculação absoluta aos ditames dos acordos de acionistas eventualmente firmados por blocos de controle acionário, como se nota respectivamente do chamado caso “Newtel” e, mais recentemente, do dito caso “Usiminas”, em acórdãos de lavra dos Tribunais de Rio de Janeiro e Minas Gerais, cujas ementas foram as seguintes: “EMPRESARIAL. ACIONISTA CONTROLADOR. LIMITES DA ORIENTAÇÃO DE VOTO. ART. 118 DA LEI N. 6.404/76. POSSIBILIDADE DE OS CONSELHEIROS NÃO ACATAREM ORDENS ILEGAIS, ABUSIVAS OU CONTRÁRIAS AOS INTERESSES SOCIETÁRIOS E VEDAÇÃO DE O ACIONISTA CONTROLADOR DE ASSIM PROCEDER. Ação movida por acionistas minoritários da holding, com direito a indicação de conselheiros para o conselho administrativo da empresa controlada, objetivando verem declarado seu direito a não seguirem orientação daquela se ilegal, abusiva ou contrária ao interesse da sociedade, bem como que a mesma se abstivesse da prática de qualquer ato que contrarie ou viole, direta ou obliquamente, os direitos que defluem da relação jurídica declarada. Impossibilidade de a priori de identificar tais práticas ante a subjetividade de parte de seu conteúdo o que todavia não impede sua proteção. Limites ao poder da controladora segundo o sistema jurídico vigente. Confirmação da sentença que acolheu estas pretensões. DESPROVIMENTO DOS RECURSOS.” (TJR), Apelação n 2004.001.36522, Rel.

Obviamente que essas premissas não implicam em dizer que se espera doravante do administrador um conhecimento técnico enciclopédico ou um controle policialesco da companhia, que acabem até por lhe induzir a uma transgressão de competências alheias ou lhe impeçam quiçá de confiar em seus pares ou subordinados. Nem tanto ao mar, nem tanto à terra...

Aliás, essa celeuma também não é nova e já foi tratada e delimitada tanto pela boa doutrina¹² quanto por reguladores¹³ e pela própria *soft law*¹⁴, tendo todas essas esferas reconhecido que, embora a delegação de

Des(a). Leila Mariano, 16.03.2005.) grifamos; e "AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO CAUTELAR INOMINADA. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO. ACORDO DE ACIONISTAS. DESTITUIÇÃO DE DIRETORES. SUSPENSÃO. LIMINAR. REQUISITOS LEGAIS NÃO DEMONSTRADOS. I. O acordo de acionistas de sociedade anônima não pode ser invocado para impedir o exercício de voto ou poder de controle dos membros do Conselho de Administração relativos a eleição, fiscalização e destituição dos gestores. A observância do acordo não deve ser manipulada para atender apenas aos interesses de determinado grupo de acionistas controladores. II. A quitação dada às contas submetidas à apreciação de Assembleia Geral não impede a revisão decorrente de pagamentos indevidos descobertos e apurados posteriormente. III. Se as deliberações tomadas pelo Conselho de Administração são compatíveis com o interesse social e não denotam, em princípio, prejuízos aos direitos dos Diretores destituídos, impõe-se a manutenção da decisão que indeferiu o pedido de suspensão liminar de tal afastamento pela falta de demonstração, no caso concreto, de *periculum in mora* e *fumus boni iuris*." (TJMG, agravo de Instrumento nº 1.0024.14.246746-3/001, rel. Des. Vicente Oliveira Silva, 05.05.2015.) grifamos

12 Tratando-se do referencial de dever de diligência posto no art. 153 da LSA de claro e proposital conceito abeto, assim considerado justamente face ao dinamismo, mutação, tecnicismo e especialização inatos à prática comercial, parece muito mais consentânea com a conduta esperada do administrador uma postura íntegra e reta sim, mas ao mesmo tempo ativa, arrojada, instruída e empreendedora, adota-se a seguinte lição de Luiz Antônio Sampaio CAMPOS: "(...) o comportamento do bom pai de família não se ajusta ao administrador da companhia. O modelo teórico do bom pai de família, proveniente do direito romano, remete a uma pessoa conservadora e avessa a riscos, preocupada em preservar o patrimônio do que em aumentá-lo. A estrutura da companhia pressupõe a propensão ao risco empresarial e, muitas vezes, a adoção de posturas criativas e inovadoras. (...) Com efeito, o critério da LSA está intimamente ligado ao do homem de negócios, o *businessman* do direito anglo-saxão, e não o bom pai de família do direito romano. Exige-se que o homem seja ativo e probo, que tenha aptidão para a realização de negócios." (in CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In *Direito das Companhias*. LAMY FILHO, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.098.

13 Vide, v.g., PAS/CVM 08/2005, PAS/CVM 1443/2005, PAS/CVM 8542/2005 e PAS/CVM 18/2008.

14 Vide, v.g., guia de Orientações Legais do IBGC ou estudo do mesmo instituto, desenvolvido por seu grupo de trabalho específico, intitulado "A Responsabilidades dos Administradores e o Dever de Diligência", IBGC, 2014.

funções e a confiança nos pares ou subordinados sejam inerentes ao cargo e à estrutura orgânica hierárquica da companhia, a conduta do conselheiro deve ser aferida por padrões mínimos comparáveis ao que se espera de um profissional capaz posto na mesma situação, não podendo ele igualmente (a) escusar-se de responsabilidade alegando falta de competência ou conhecimento técnico, nem tampouco (b) alienar-se do processo decisório e dos acontecimentos próprios das atividades sociais relevantes.

Nessa toada, resumizando esses atuais contornos e paradigmas da "alta administração", vale colacionar o comentário da experiência internacional, assim trazido por Andrew SHERMAN:

*"Too many trends are converging to force directors and leaders to be accountable to the stakeholders that they govern. The transparency and interconnectivity of the social media, the rapid increase of shareholder activism groups and lawsuits, the new whistleblowing rules under Doss-Frank, the significant expansion of the staffs and budgets of federal and state regulatory and enforcement agencies, the era of compliance in an attempt to combat fraud and distrust, are all driving forces which will ultimately create life under the near-perfect microscope and governance in the nearly clear fishbowl. The passage of new laws, the significant upticks in shareholder activism and the robust activity by government regulators have ushered in the need for a new era of transparency and effective governance. Board composition must include the right mix of skills, industry experience, market knowledge, diversity and battle scars. The board must be thick-skinned enough to withstand criticism and scrutiny, but its processes, deliberations and decision-making must be transparent enough to be subject to periodic evaluation and healthy debate. The key element of this delicate balance is alignment. Board skills must be aligned with strategic plans, board composition must be aligned to market demographics and consumer patterns, board interests must be aligned with stakeholder value and board commitments must be aligned with the fulfillment of fiduciary duties."*¹⁵

E, como dantes anunciado, esse novo contexto trouxe consigo não apenas o dito enrijecimento legal e regulatório, mas igualmente sancionador, com relevantes ajustes de parâmetros também sob a relevante

15 SHERMAN, Andrew. "Key trends and challenges in corporate governance". in *O futuro da Governança Corporativa - Desafios e Fronteiras*. São Paulo: Saint Paul, 2013, p. 65.

ótica do *enforcement*, os quais não podem passar despercebidos por administradores e operadores, sob pena de os ônus dos desacertos serem inevitáveis e bastante pesados, como conclui com ironia fina – mas bastante precisa – o mesmo SHERMAN, ao afirmar que *“the bottom line is that if today’s board member is going to be held accountable (and potentially personally liable) when and if the proverbial shit hits the fan, then you better be trained to be pretty handy with a shovel”*¹⁶.

2. CONFLUÊNCIA SISTÊMICA: GOVERNANÇA, COMPLIANCE E BUSINESS JUDGMENT RULE COMO VÁRIAS FACES DE UMA MESMA MOEDA

Antes de se adentrar efetivamente nos meandros deste tópico, vale aqui um breve *disclaimer* inicial, de modo a alertar o leitor de que o presente artigo nem de longe pretende exaurir os temas em questão. Ao revés, a proposta por ora é de tão somente pincelar alguns de seus aspectos conceituais e/ou operativos e respectivas similitudes e/ou complementariedade, de modo a suscitar temas relevantes que já se reconhece atuais ou que se imagina o serão num breve porvir, especialmente no que toca aos mencionados novos paradigmas da “alta administração” e, daí, da amplitude dos chamados deveres fiduciários dos administradores – especialmente do dever de diligência – e de visões contemporaneamente apresentadas por Judiciário e Reguladores, de modo quiçá a permitir o aprimoramento do debate ou do bom desempenho de suas funções por parte dos gestores das companhias num contexto de intenso diálogo entre governança e *compliance*, em contrapartida ao *safe harbor* da regra da *business judgment rule* que potencialmente lhes salvaguarda¹⁷.

Pois bem.

Parece inequívoco que as próprias ideias de *compliance* e governança corporativa assumem atualmente conotações quase umbilicais, podendo

¹⁶ Op. Cit, p. 66.

¹⁷ Especificamente sobre *Compliance* e *Business Judgment Rule*, vide: BARBOSA, Henrique Cunha; BARBOSA, Helio. “*Compliance*, regras anticorrupção e estratégia empresarial”. In: *Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. Coord. BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. São Paulo: Atlas/GEN, 2015; e BARBOSA, Henrique Cunha. *Business Judgment Rule*. In: *Tratado de Direito Comercial*. Vol. 2. Coord. COELHO, Fabio Ulhoa. São Paulo: Saraiva, 2015.

ser entendidas de modo lato e conjugado como quaisquer ações tendentes a frear desvios normativos e/ou de conduta que desaguem no risco de sanções (regulatórias ou de mercado), perdas financeiras ou, mais grave, ruína de reputação ou valor empresariais, os quais podem ser destruídos do dia para a noite como resultado de ações ou omissões faltosas ou da simples quebra das expectativas dos *stakeholders*¹⁸. E a par dessa correlação direta com a função de mitigação de riscos operacionais ou de imagem e proteção do investidor, ambos os conceitos trazem embutidos implícita ou explicitamente noções, processos e diretrizes típicos de um contexto proativo de gestão preventiva e de monitoramento e supervisão contínuos das práticas corporativas, no intuito de garantir assim a credibilidade, prosperidade e longevidade empresariais, num permanente ciclo virtuoso

¹⁸ Não por acaso a 5ª edição do Código de Boas Práticas do IBGC traz a referência taxativa ao *Compliance* como fator inerente à Governança e respectivas competências de ação e/ou monitoria/supervisão de Diretoria e/ou Conselhos, senão vide, v.g., a disposição posta no item 4.5:

*“4.5 Gerenciamento de riscos, controles internos e conformidade (compliance).
Fundamento.*

Negócios estão sujeitos a riscos, cuja origem pode ser operacional, financeira, regulatória, estratégica, tecnológica, sistêmica, social e ambiental. Os riscos a que a organização está sujeita devem ser gerenciados para subsidiar a tomada de decisão pelos administradores. Os agentes de governança têm responsabilidade em assegurar que toda a organização esteja em conformidade com os seus princípios e valores, refletidos em políticas, procedimentos e normas internas, e com as leis e os dispositivos regulatórios a que esteja submetida. A efetividade desse processo constitui o sistema de conformidade (compliance) da organização. Práticas a) Ações relacionadas a gerenciamento de riscos, controles internos e sistema de conformidade (compliance) devem estar fundamentadas no uso de critérios éticos refletidos no código de conduta da organização. (...) c) O cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas deve ser garantido por um processo de acompanhamento da conformidade (compliance) de todas as atividades da organização. (...) e) Além da identificação de riscos, a diretoria deve ser capaz de aferir a probabilidade de sua ocorrência e a exposição financeira consolidada a esses riscos, incluindo os aspectos intangíveis, implementando medidas para prevenção ou mitigação dos principais riscos a que a organização está sujeita. Órgãos de Fiscalização e Controle 92 Órgãos de Fiscalização e Controle Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa - 5ª Edição (...) g) A diretoria, auxiliada pelos órgãos de controle vinculados ao conselho de administração (comitê de auditoria, vide 4.1) e pela auditoria interna (vide 4.4), deve estabelecer e operar um sistema de controles internos eficaz para o monitoramento dos processos operacionais e financeiros, inclusive os relacionados com a gestão de riscos e de conformidade (compliance). Deve, ainda, avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia do sistema de controles internos, bem como prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação. h) O sistema de controles internos não deve focar-se exclusivamente em monitorar fatos passados, mas também contemplar visão prospectiva na antecipação de riscos. A diretoria deve assegurar-se de que o sistema de controles internos estimule os órgãos da organização a adotar atitudes preventivas, prospectivas e proativas na minimização e antecipação de riscos”

de interseção e complementaridade. Na síntese de Sheila Abukater Arkie GARCIA, "ao proporcionar o desenvolvimento da cultura de Governança Corporativa, a função de Compliance ainda incentiva a transparência do mercado de capitais, e, com ações contínuas, como treinamentos e boa comunicação, revela sua capacidade de intervir com precisão no dia a dia dos demais colaboradores, dando suporte e conscientizando esses profissionais de que uma boa reputação atrai bons investidores, mas somente os cuidados destinados a esses investidores farão com que os seus recursos permaneçam no mercado"¹⁹.

Nesse sentido, reforçando a aderência das noções de governança e *compliance* jungidas especialmente pela ideia de prevenção e mitigação de riscos, vale volver aos apontamentos de Andrew SHERMAN, pondo em voga novamente a amplitude dos deveres fiduciários dos administradores e da inderrogável obrigação de supervisão e monitoramento permanente por parte dos conselhos de administração:

*"Risk assessment, management and mitigation has been elevated to one of governance's top priorities. Risks come in a wide variety of shapes and sizes and the sources vary from Mother Nature to shareholder activists to computer hackers to disgruntled employees to volatile markets to fierce competitors to hyper-active regulators to rogue financial traders to social media rabble-rousers to political turmoil and sovereign debt crisis, to nuclear accidents to civil discord to just plain old-fashioned negligence, poor judgment and human error. Unforeseen risk is all around us and the board must be at the forefront of predicting risks in many disciplines, not passively react to them when problems arise, or even worse, hide under the mahogany table when challenges surface"*²⁰.

Com efeito, tal e qual as práticas de boa governança, o *compliance* deve funcionar como efetivo modelo de negócios, o que pressupõe que seu espectro de atividades deva interferir em todas as instâncias corporativas, influenciando nas estruturas, processos, ações e políticas da organização. Como consequência e, de novo, tal qual o tema da governança, o *compliance* precisar estar inoculado em todos os graus hierárquicos e funcionais da

19 GARCIA, Sheila Abukater Arkie. "Compliance: Um instrumento de Governança Corporativa e fomento do mercado de capitais". Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Pós-Graduação Lato Sensu. São Paulo, 2012.

20 *Op. Cit.*, p. 66.

companhia, a fim de que não sejam conduzidos ou desvirtuados pela negligência ou conveniência torpe dos tomadores de decisão sentados no topo da pirâmide.

Dessa forma, há que se impor balizas à discricionariedade dos administradores, fazendo com que a organização tenha identidade e modelo próprios e independentes do caráter daqueles que estejam transitoriamente a sua frente. Em suma, se as diretivas de *compliance* e governança precisam de fato partir do topo da cadeia (*top down*), tal deve se dar mediante a adoção de instrumentos de franca e permanente vigília em todos os níveis organizativos e de modo condizente com os valores e práticas esperadas da companhia, em conformidade com seu objeto social e boas práticas de mercado.

Ululante, contudo, que essa necessidade de balizamento e contenção do "alto comando" não significa nem pode implicar num engessamento da cadeia diretiva ou do controle empresarial ou societário. De forma alguma! O que se afirma sim é que a proteção ou uso desses poderes – que possuem sim inequívoco valor e significância jurídico-econômica –, não pode dar margem à tergiversação de valores ou violação de normas ou princípios hoje inalienáveis de governança e *compliance* e, tanto quanto aplicável, das pretensões legítimas das contrapartes envolvidas (acionistas e demais *stakeholders*). E essa noção não fica de lado na própria legislação societária, como se percebe de todo o leque de diretrizes e deveres de diligência, lealdade e função social e respectivos dispositivos de responsabilização estabelecidos, v.g, nos artigos 116, 117, 153, 154, 158, 159 e 245 e 246 da LSA, dentre outros regulamentos de caráter societário ou administrativo.

Assim sendo, estratégias bem delimitadas de fiscalização e controle devem garantir que os objetivos de transparência e integridade sejam atingidos não apenas na teoria, mas concretamente. Nessa mesma linha, sob a ótica daqueles deveres de monitoria e supervisão inatos à "alta administração", há que se atentar para alguns mitos absolutamente graves e errôneos, mas que não podem de modo algum servir de salvo conduto ao administrador no caso de falhas não detectadas ou corrigidas pela debilidade de sua governança ou *compliance*, quais sejam: (a) a crença de que os reguladores previnem e detectam fraudes de modo suficiente; (b) a ideia de que auditores (internos ou externos) bastam à detecção

de fraudes ou que comitês de auditoria são uma resposta adequada e suficiente; e (c) a escusa de que controles são caros somada a uma visão de que os empregados ou parceiros desonestos é que são o problema e que, portanto, diante dos eventuais deslizos, as demissões ou rescisões contratuais bastariam à solução da questão.

Destarte, para além dos costumeiros comitês de auditoria e correlatos, os preceitos de conformidade e governança impõem à alta administração que instituem tantos canais de comunicação e operação quanto necessários à eficiência desses ideais, a depender naturalmente do ramo de atividade e da realidade concreta da companhia em questão. A título de exemplo, pode-se citar as ouvidorias e ombudsmen, *helplines* e veículos de denúncia, além do desenvolvimento e concessão da indispensável autonomia ao departamento de *compliance* propriamente dito, encabeçado pelo “*Compliance Officer*”, com quem diretoria e especialmente o conselho devem manter constante e transparente interação. Enfim, seja sob o enfoque puro da governança corporativa ou do *compliance* – que, como visto, acabam por se justapor – as atribuições de monitoramento e supervisão são absolutamente indistacáveis do dever de diligência e da tão desejada quanto necessária efetividade dos respectivos programas e práticas.

É essa inclusive a perspectiva da própria lei brasileira anticorrupção²¹, que, um tanto inspirada na filosofia e preceitos do *UK Bribery Act* de 2010, tem por perspectiva justamente delegar ao setor privado a responsabilidade pela prevenção das fraudes e atos de corrupção mediante o estabelecimento de programas e sistemas eficazes de monitoria e fiscalização. E essa intenção do legislador nacional, que acaba por induzir um aculturamento e fomento tanto de melhores práticas de *compliance* quanto de governança, fica latente já no artigo 7²² da lei, cujos incisos

21 Desde 2014 passou a vigor no Brasil a Lei nº 12.846/13, batizada de “Lei Anticorrupção” que, mesmo padecendo de alguns excessos ou merecendo reparos pontuais, se não resolve ou põe termo à má-conduta, indubitavelmente traz consigo a esperança robusta de novos tempos e instrumentos de *enforcement* enfáticos visando a debelar a corrupção e a impunidade que lamentavelmente a aproveita e estimula. Inspirada fundamentalmente na FCPA (*Foreign Corrupt Practices Act*) norte americana, a lei brasileira – que curiosamente é até bastante mais rigorosa e punitiva, do que as demais regras mundiais –, estabelece sanções severas a empresas nacionais e estrangeiras – e seus administradores e controladores – por atos, desvios e/ou pagamentos ilegais feitos a autoridades governamentais.

22 Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções:
(...) VII - a cooperação da pessoa jurídica para a apuração das infrações;

VII e VIII admitem, inclusive, que a cooperação e a existência desses mecanismos de conformidade e vigilância embebidos pelos preceitos de integridade e auditoria sejam considerados como potenciais atenuantes na eventual dosimetria das penas. Mas isso, todavia, somente se os tais sistemas e práticas forem realmente sólidos e cumpridos a contento. Assim, e inobstante a dita inspiração brasileira no *UKBA*, o programa em questão não poderá replicar aqueles pecados do passado já discutidos anteriormente ou existir apenas “para inglês ver”²³, se é que a relevância do tema admite alguma ironia e bom humor.

E aqui talvez seja onde se perceba com maior ênfase os reflexos da conexão dos institutos de governança e *compliance* à figura da chamada *business judgment rule*. Isso porque, na esteira dessa vertente cada vez mais clara do dever de diligência e da inequívoca absorção por este “dever maior” das tarefas indelévels de monitoramento e supervisão – ainda que como subprodutos do dever de informação que lhe é inerente – é que se pode atualmente melhor compreender a exegese dada àquela regra de julgamento do negócio (*business judgment rule*), especialmente sob o prisma regulador-sançanatório.

Para que melhor se o compreenda, no entanto, vale aqui uma brevíssima digressão da *business judgment* e de sua evolução histórico jurisprudencial além mar e em terras tupiniquins.

Como dantes ventilado, partindo da construção jurisprudencial anglo-saxã pode-se deduzir que a incidência da *business judgment rule* demanda basicamente, além da existência de uma efetiva decisão negocial e que esta seja tomada em boa-fé e mediante o devido cumprimento dos deveres fiduciários de lealdade e diligência²⁴, os quais, a seu turno,

VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica; (...).

23 E vale aqui um destaque. Por descrente que porventura ainda se possa ser no sistema nacional, há que se superar o “complexo de vira-lata” e reconhecer que as instituições brasileiras estão sim se tornando cada vez mais preparadas para combater fraudes e ilícitos em geral. Veja-se que, a par das divulgações da imprensa, as informações dispostas no Portal da Transparência do Governo Federal somente até agosto de 2013 apontam que haviam sido aplicadas nada menos que 5.278 penalidades em 3.755 empresas, além de outras 3.040 impostas a administradores.

24 O que ratifica que a omissão negligente e não decisão – que difere em muito da decisão de não agir – não pode ser abraçada pela regra.

revestem-se de conteúdo próprio materializados por requisitos procedimentais ou de aferição específicos. Em síntese, a ideia por traz da *business judgment rule* é muito simples – mas nada simplória –: o prejuízo por si só não implica automaticamente em reconhecimento de culpa ou responsabilidade do administrador. Pretender diferente e outorgar competência ao julgador – ou, indiretamente, à parcela discordante dos acionistas – para rever ou se imiscuir no mérito das decisões legítimas e regularmente adotadas pelos administradores implica em negar essa óbvia e ululante realidade de que o risco é inerente à atividade econômica e, via de consequência, das decisões tomadas no seu exercício, gerando externalidades outras materializadas no desestímulo ao administrador sério e responsável. Isso, claro, sem perder de mira que a revisão *a posteriori*, além de privilegiar o crítico e apresentar ingredientes e/ou um contexto que provavelmente inexistiam quando dá decisão questionada, ainda traz como brinde uma resposta semi-pronta na medida em que, ao menos em tese, uma das escolhas já se demonstrou equivocada. É a velha história do “engenheiro de obra pronta”²⁵.

Por outro lado, não se pode conceber que esse reconhecimento da administração como atividade fundamentalmente de meio, e, portanto, do risco como álbi meramente potencial do prejuízo, implique na outorga de um cheque em branco ao gestor que, mesmo não se obrigando pelo resultado, deve agir com absoluta diligência e dentro dos estritos limites da lei e do estatuto²⁶.

25 Em suma, as justificativas para a não sindicância posterior de mérito das decisões administrativas partem dos seguintes pressupostos: (i) o risco é inerente à atividade empresarial e a obrigação do administrador, mesmo balizada por deveres fiduciários, é de meio; (ii) o Judiciário não possui capacitação técnica nem disponibilidade ou condições para substituir os administradores na tomada de decisões negociais; (iii) as decisões dos administradores são tomadas com quantidade limitada e imperfeita de informações, não raro sob pressão e/ou com tempo limitado; (iv) a ameaça potencial de revisão posterior das decisões adotadas e de responsabilização do administrador implicam em “desincentivos” para a assunção do cargo e respectiva tomada de decisões, tendo como consequência a redução da força motriz do desenvolvimento.

26 Como aponta Marcelo ADAMEK, “o que os acionistas legitimamente podem esperar e exigir, sim, é que os administradores atuem de forma idônea a cumprir com a finalidade lucrativa da companhia, mas não podem pretender responsabilizá-los por não terem feito fortuna. Ou seja, os administradores não se obrigam a obter resultados econômicos positivos, senão a realizar atividade apropriada e voltada para esse fim. Logo, o dano sofrido pela companhia não basta, por si só, para deflagrar o dever de indenizar.” (Op. cit., p.132)

Depreendido isso, há que se analisar então os contornos do dever de diligência (*duty of care*) tendentes a aplicabilidade ou não da regra, sendo que a principal baliza posta pelos tribunais toma por referencial que a decisão dos administradores seja acima de tudo devidamente informada, de modo que a métrica do dever de diligência na tomada de decisão resume-se então a um “*process due care only*”²⁷. Como já esclareceu o decano da Corte de Delaware, Justice Randy HOLLAND, “*the duty of care requires that directors inform themselves of all material information reasonably available before voting on a transaction*”. E, aclarando o *modus operandi* desse processo informacional, apontou que, “*to become informed, a board can retain consultants or other advisors and can be protected by relying on statements, information and reports furnished by those advisors, if their reliance is in good faith and the advisors were selected with reasonable care*”²⁸. Caso contrário, e a decisão não tenha sido devidamente embasada ou investigada, adentra-se então à seara da grave negligência (*gross negligence*)²⁹, tendo por corolário a responsabilidade indesculpável do administrador.

À ótica do regulador brasileiro, contudo, a extensão desse dever de informação parece trazer até um pouco mais de concretude ou quicá severidade, como se tira, *v.g.* dos PAS/CVM 08/2005 e PAS/CVM 25/2003, ambos de relatoria do então diretor Eli LORIA, de cujos votos constaram respectivamente que “*o dever de cuidado exige a desconfiança inclusive dos laudos técnicos e periciais, desde que fundamentada e nada mais natural que o administrador exija esclarecimentos e eventuais revisões de um trabalho contratado quando este apresenta flagrantes omissões*” e que “*a decisão fundada nessas opiniões não exige, de maneira alguma, o administrador do dever de analisar criticamente as informações a ele fornecidas, a fim de identificar eventuais problemas*”.

Do que se dessume, portanto, que, quando menos, os encargos de monitoramento e supervisão integram de fato o dever de diligência, ainda

27 *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (2000).

28 *Op. cit.*, p. 691.

29 “*In Delaware, the applicable standard of care is gross negligence.*” (in HOLLAND, Randy, *op. cit.*, p. 690) E como já se definiu em *In Re Walt Disney Co Derivative Lit.*, “*in the duty of care context, with respect to corporate fiduciaries, gross negligence has been defined as reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which is without the bounds of reason.*” (In *Re Walt Disney Co Derivative Lit.*, 907 A.2d 6905 (2005).

que como subcomponentes do dever de informação insito àquele dever maior [diligência]. E tanto é assim que um dos referenciais emblemáticos da regra é a decisão proferida no famoso caso *Smith vs. Van Gorkom*³⁰, à época um verdadeiro choque ao mercado e administradores em geral. Na ocasião, a Corte de Delaware entendeu que o conselho infringira seu dever de diligência ao aprovar uma fusão da companhia ("*Trans Union*") sem as devidas informações, tampouco investigações necessárias acerca do negócio, simplesmente chancelando uma operação previamente "fechada" às escuras pelo presidente do conselho, o qual também ocupava a posição de CEO (*Van Gorkom*), mas que aparentemente sonegara cláusulas, efeitos e informações relevantes dos demais conselheiros, que de mais a mais agiam como um mero rebanho seguidor de seu presidente³¹.

Mas a Corte não parou por aí e, uma década depois de *Van Gorkom*, a Chancelaria de Delaware adentrou mais detalhadamente aqueles deveres de monitoria e investigação por parte dos conselheiros e, no julgamento de *Caremark*, atestou que não se considera de boa-fé o conselho que, mesmo na ausência das chamadas "*red flags*" não implementa medidas e/ou sistemas de monitoramento e informação que as possam ao menos identificá-las ou, tendo os implantado, tais se revelem absolutamente falhos ou o conselho deles não se utilize de modo efetivo³².

30 *Smith v. Van Gorkom*, A.2 858-873 (Del. 1985).

31 Algo um tanto similar ao "escândalo" recente envolvendo a Petrobras e hoje notória operação "Pasadena", que talvez há de nos dar algum precedente similar num futuro próximo.

32 *Caremark International Inc.*, Derivative Litig., 698 A.2d, 959 (Del. Ch. 1996). Aqui, inclusive, o precedente abriu caminho para a condenação imposta no "Caso Sadia" (PAS/CVM 18/08), no qual o Conselho foi responsabilizado pelo descumprimento do dever de diligência na monitoria dos atos da Diretoria Financeira e nos abusos e discrepâncias envolvendo os contratos de derivativos. Já tivemos a oportunidade de nos manifestar sobre o tema, inclusive demonstrando o que acreditamos um erro de escopo no julgamento pela CVM, na medida em que o fundamento da condenação ali deveria recair não apenas no dever de diligência, mas também de lealdade, e especialmente pelo cometimento de atos ultra vires na medida em que a companhia se desviara completamente de seu objeto social estatutário. Nesse sentido, vide: BARBOSA, Henrique Cunha. *Responsabilidade de Administradores e Controladores: O "Caso Sadia" numa incursão "Guerreiriana" para além do Dever de Diligência e da Ação Social*. In: *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. Coord: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Walfrido Jorge Warde Jr. São Paulo: Quartier Latin, 2012. Sobre essas "representações do dever de diligência" e da distinção entre os aspectos de ação e fiscalização que lhes inerentes, vide: YAZBEK, Otavio. *Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: Um Exercício e Alguns Desafios*. In: *Temas Essenciais de Direito*

Essa decisão permeia hoje o entendimento da CVM, que vem reconhecendo o que considera as diferentes "representações do dever de diligência", especialmente no que tange à divisão entre as decisões de cunho negocial e aquelas atinentes à monitoria e supervisão por parte dos administradores, não estando estas últimas sujeitas à salvaguarda automática da *business judgment rule*. Tal orientação está assim retratada no PAS/CVM 24/06, em voto relatado pelo então diretor Otavio Yazbek:

*"11. E, se é verdade que se reconhece esta realidade e se aceita uma espécie de transferência dos poderes para a prática de atos executivos, isto não significa que os diretores (estatutários) deixem de ser responsáveis. Pelo contrário, continuam a sê-lo, mas, exatamente porque deixam de atuar diretamente, o cuidado e a diligência que envolvem suas atividades passam a exigir que estes diretores fiscalizem/monitorem os seus subordinados. Em outras palavras, quando os atos são praticados diretamente, o art. 153 impõe que as decisões correspondentes sejam todas tomadas de forma diligente; ao passo que, quando os atos são praticados por subordinados do diretor, cabe a este fiscalizar/monitorar aqueles que, na prática, os realizam, a fim de que eles atuem com a diligência e a lealdade esperadas. 12. A questão passa a ser a do limite dessa fiscalização/monitoramento. E, a este respeito, remeto ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08 (julgado em 14.12.2010) e a artigo que escrevi recentemente. Nestas duas oportunidades, embora tratando dos deveres dos membros do conselho de administração, aponte que, atualmente, o dever de diligência envolve mais do que o dever de simplesmente responder a eventuais "sinais de alerta" ("*red flags*") – ele embute, também, um dever de assegurar que as informações necessárias para o monitoramento das atividades sociais sejam geradas e devidamente utilizadas. Não vejo razão para que aquele mesmo desenvolvimento não possa ser estendido para os diretores, naquilo que envolva o exercício das funções a eles atribuídas pela lei e pelo estatuto social da companhia, notadamente quando tais diretores acabam por transferir poderes a seus subordinados. (...) 17. Já no que toca o mérito da acusação, um dos pilares da defesa é o de que a atuação do acusado à frente da supervisão do setor de marketing, se analisada pelo prisma da*

business-judgment rule, não destoaria do padrão de diligência exigido dos administradores de companhias abertas, posto que sempre se deu de maneira informada, refletida e desinteressada. 18. Embora compreenda a busca do acusado pela proteção oferecida pela referida regra, penso que ela desconsidera não só características importantes do processo de evolução ou, melhor dizendo, de construção do dever de diligência no sistema norte-americano (onde surgiu a business-judgment rule), como também ignora certas particularidades do regime da responsabilidade dos administradores de companhias no Brasil. (...) 19. Como já tive oportunidade de afirmar no voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/05 (julgado em 15.12.2009), consolidou-se nos Estados Unidos o entendimento de que o conteúdo do dever de 9/14 diligência possui duas naturezas distintas: uma de cunho negocial, sujeita ao teste da business-judgment rule; e outra de natureza fiscalizatória, sujeita a uma análise de razoabilidade e de adequação. Isto significa que, mesmo no sistema norte-americano, e por diversas razões, o cumprimento do dever de constituir controles internos adequados e eficientes não se confunde com a tomada de decisões protegidas pela business-judgment rule. 20. O mesmo ocorre no direito brasileiro. Veja-se que, conforme a sua formulação mais comum, e a despeito de possíveis críticas sobre a sua "tropicalização", a business-judgment rule blinda as decisões negociais tomadas de maneira informada, desinteressada e refletida. No entanto, os autores nacionais que se debruçaram sobre o conteúdo do dever de diligência vislumbraram, no conceito aberto do art. 153, a presença de uma série de outros comportamentos, dentre os quais destaco, para os fins do presente processo, o dever de vigilância e o dever de investigar. 21. Assim, fica clara a impropriedade da tentativa de equiparação, sem maiores cuidados, do padrão de comportamento da business judgment rule ao presente caso. Se não por outro motivo porque, ao proceder dessa maneira, ignora-se que o dever de diligência não se resume ao dever de tomar decisões negociais diligentes, envolvendo, também, toda uma dimensão voltada à supervisão das atividades da companhia, à qual não se aplicam os mesmos parâmetros (i.e., se se trata de decisões tomadas de maneira informada, refletida e desinteressada). (...) 23. E o presente caso é uma delas. Aqui estamos tratando com algo diferente de uma decisão negocial – decisões sobre controles internos são decisões organizacionais de outra ordem. 24. Em casos como esse, mais do que uma ênfase no procedimento, a apuração da conduta dos

administradores, ao que me parece, deve passar pela análise concreta da forma pela qual se "procedimentalizaram" as atividades dentro da sociedade. Há que se avaliar se os procedimentos criam uma razoável segurança para as atividades da companhia e, para que isto aconteça, é necessário verificar se a "procedimentalização" dos controles internos é razoável e adequada. No presente voto, e dado o enfoque proposto pela acusação, me concentrarei na verificação de falhas sistemáticas ou totais. 25. Um exemplo de falha total foi objeto do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008 (julgado em 15.12.2010), no qual se constatou que as pessoas responsáveis pelos controles do setor financeiro eram subordinadas ao mesmo diretor que era responsável pela realização das operações, não havendo, ademais, qualquer canal de comunicação alternativo entre esses profissionais e o comitê financeiro ou, ainda, entre esses profissionais e o conselho de administração. Desse quadro, inferiu-se a responsabilidade dos membros do conselho de administração, que faltaram com o seu dever de fiscalizar as atividades dos diretores, nos termos do art. 142, III, da Lei nº 6.404/1976 (...) 36. Constituir controles internos adequados não é, em hipótese alguma, estabelecer um procedimento cujo respeito dependa exclusivamente da diligência e da lealdade das pessoas envolvidas. Por essa razão, não são adequados modelos de controles construídos essencialmente sobre a confiança depositada nos funcionários da companhia, sem qualquer tipo de "controle sobre os controles". 37. É necessário que haja algo a mais; é necessário que os processos/sistemas criem certa impessoalidade na condução dos negócios e que, de alguma forma, eles reforcem a tendência à sua observância. Afinal, se não fosse assim, tais processos/sistemas não trariam real contrapartida aos custos que representariam às companhias, pois não chegariam nem perto de evitar, até onde é possível, que a imagem e o patrimônio das companhias em questão ficassem vulneráveis a falhas de alguns indivíduos envolvidos na sua gestão."

E, muito embora no caso em tela o administrador tenha sido absolvido, a autarquia foi inquestionavelmente a fundo e deixou bastante bem delimitado seu posicionamento acerca da dimensão e representações do dever de diligência, que inquestionavelmente abarca aquelas funções de monitoria e supervisão, como se viu enfim no notório "Caso Sadiá", mencionado inclusive no item 25 do voto acima transcrito (PAS/CVM 18/2008), no qual uma gama de conselheiros foi apenas pela inca-

pacidade técnica, seja especialmente pela quebra do dever de monitoria atachado ao dever de diligência, como indicou de modo sintomático e incisivo a Conclusão do Relatório da SPS/PFE havida na ocasião, que assim estatuiu:

“35. Com base nas apurações efetuadas, o Relatório da SPS/PFE concluiu o seguinte: (...) c) a sucessão de falhas na administração só ocorreu pela TOTAL FALTA DE MONITORAMENTO E SUPERVISÃO DAS ATIVIDADES DA DIRETORIA FINANCEIRA que adotou práticas contrárias à Política Financeira da Companhia, o que ficou evidente na falta de consenso das declarações prestadas pelos administradores em relação a quem Adriano Ferreira devia se reportar; (parágrafo 182 do Relatório da SPS/PFE) (...) e) os membros do conselho de administração atuaram igualmente sem a diligência exigida, como ficou evidente de suas declarações que revelaram o desconhecimento das próprias regras e sistemáticas estabelecidas internamente por eles mesmos para acompanhamento da atuação da diretoria financeira da companhia que devia se reportar diretamente ao conselho; (parágrafos 186 e 187 do Relatório da SPS/PFE) (...) i) foi constatado que TANTO OS MEMBROS DO COMITÊ FINANCEIRO QUANTO OS DO COMITÊ DE AUDITORIA TERIAM VIOLADO O DEVER DE SE INFORMAR, ÍNSITO AO PRÓPRIO DEVER DE DILIGÊNCIA, pois os administradores têm o dever de obter todas as informações necessárias para exercer suas atribuições e de se informar antes de tomar qualquer decisão que possa afetar os negócios da companhia; (parágrafos 203 a 206 do Relatório da SPS/PFE) j) independentemente de os membros dos Comitês Financeiro e de Auditoria serem membros do Conselho de Administração, o cumprimento do dever de diligência a eles também se aplica pelo fato de exercerem cargos em órgãos técnicos ou consultivos, por força do disposto no art. 160 da Lei 6.404/76; (parágrafos 207 do Relatório da SPS/PFE) k) OS DEMAIS CONSELHEIROS QUE NÃO FAZIAM PARTE DE NENHUM COMITÊ DEMONSTRARAM, por sua vez, em suas declarações, QUE NÃO DETINHAM O CONHECIMENTO MÍNIMO NECESSÁRIO A RESPEITO DOS PONTOS MAIS RELEVANTES DA POLÍTICA FINANCEIRA APROVADA POR ELES;(...)”

Naquela ocasião, inclusive, o relator chegou até a destacar expressamente a inaplicabilidade da *business judgment rule* à questão, na medida em que não se podia cogitar ali de cumprimento do dever de diligência face à violação justamente do dever de monitoria, como se lê do seguinte trecho:

“Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado 'business judgment rule', pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto. (...) Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia”.

Nestes termos, mais que simplesmente sensato, soa quase um truismo hoje considerar a qualificação e capacidade técnica do conselheiro e a confiança de que este procederá plenamente com seus deveres fiduciários em todas as suas representações (gestão e monitoria) como itens básicos abraçados pelo âmbito das expectativas razoáveis dos acionistas (*reasonable expectations*)³³, pressupostos indelévels da sua métrica de atuação.

E parece temerário ignorar o vigor e aplicabilidade real dessa posição no contexto presente, ainda que se o faça mediante um apego mais formalista aos referenciais da *business judgment rule* ou a decisões esparsas das Cortes estrangeiras que aqui e acolá minoram a amplitude do dever de diligência ou o conceito do que se considera *gross negligence*. Afinal, passados quase trezentos anos das primeiras menções pelas Cortes inglesas ao que se convencionou designar de *business judgment rule*, Stephen BAINBRIDGE, após destacar todo um capítulo de seu *Corporate Law* à análise da regra, não teve dúvidas em afirmar que: “*about all one can say with confidence, therefore, is that we probably have not heard the last word on the subject*”. No fim do dia, e tomando emprestada a feliz expressão de Edward ROCK, o mais correto parece ser entender que, ao longo de toda essa bicentenária jornada de construção jurisprudencial pelas cortes saxãs, cravar um conceito ou limite absoluto para a regra é no mínimo afoito, e

a prudência recomenda que “we should understand Delaware fiduciary duty law as a set of parables or folktales of good and bad managers and directors, tales that collectively describe their normative role”.

De mais a mais, o fato é que, como se nota das prescrições já aventadas acerca da lei anticorrupção brasileira, se na era do *compliance* o próprio direito penal parece cada vez mais fincar bases em condutas omissivas e imputar punibilidade ou agravamento de penas também ao deixar de fazer, não é de surpreender que as demais esferas jurídicas caminhem nesse mesmo sentido.

Ademais disso, a própria regra da *business judgment rule* assenta raízes fortemente correlacionadas às regras e preceitos de boa governança. Prova disso é que, à medida em que as orientações jurisprudenciais estrangeiras foram se formando, passou-se a discutir então a necessidade ou conveniência da positivação ou regulamentação da norma, o que, embora bastante criticado, acabou resultando na reforma do *Model Business Corporation Act*³⁴ e, note-se bem, na edição dos *Princípios de Governança do American*

34 “RMBCA: § 8.30 STANDARDS OF CONDUCT FOR DIRECTORS (a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation. (b) The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances. (c) In discharging board or committee duties a director, who does not have knowledge that makes reliance unwarranted, is entitled to rely on the performance by any of the persons specified in subsection (e)(1) or subsection (e)(3) to whom the board may have delegated, formally or informally by course of conduct, the authority or duty to perform one or more of the board’s functions that are delegable under applicable law. (...) § 8.31 STANDARDS OF LIABILITY FOR DIRECTORS (a) A director shall not be liable to the corporation or its shareholders for any decision to take or not to take action, or any failure to take any action, as a director, unless the party asserting liability in a proceeding establishes that: (1) any provision in the articles of incorporation authorized by section 2.02(b)(4) or the protection afforded by section 8.61 for action taken in compliance with section 8.62 or 8.63, if interposed as a bar to the proceeding by the director, does not preclude liability; and (2) the challenged conduct consisted or was the result of: (i) action not in good faith; or (ii) a decision (A) which the director did not reasonably believe to be in the best interests of the corporation, or (B) as to which the director was not informed to an extent the director reasonably believed appropriate in the circumstances; or (iii) a lack of objectivity due to the director’s familial, financial or business relationship with, or a lack of independence due to the director’s domination or control by, another person having a material interest in the challenged conduct (A) which relationship or which domination or control could reasonably be expected to have affected the director’s judgment respecting the challenged conduct in a manner adverse to the corporation,

*Law Institute*³⁵, os quais não regulam propriamente a *business judgment rule*, mas descrevem com mais pormenores os requisitos, procedimentos e/ou condutas exigidas de um administrador para que fique a salvo de responsabilização por seus atos.

Nesse sentido, também recentemente o Poder Judiciário deu mostras de que pode se enveredar por essa mesma trilha hermenêutica e, muito embora o caso não envolvesse uma discussão *interna corporis*, transpôs-se ali muito claramente para a o papel do gestor de investimentos as características típicas do dever de diligência de um conselheiro de administração, dentre as quais as aqui tão enfatizadas tarefas de investigação e monitoramento. É o que se lê do seguinte acórdão de lavra do Tribunal paulista em processo envolvendo indenização a investidores lesados no conhecido “Caso Madoff”³⁶:

ACÇÃO INDENIZÁTORIA. INVESTIMENTO NO “FAIRFIELD SENTRY FUND” ADMINISTRADO POR BERNARD MADOFF. FUNDO FRAUDULENTO. O risco faz parte do resultado das aplicações financeiras. Entretanto, a fraude, adrede arquitetada, como “in casu”, sem a prévia e indispensável “due diligence”, não constitui risco do aplicador e sim clara e objetiva desídia e negligência de quem deve orientar, encaminhar e providenciar a aplicação financeira. A responsabilidade do apelado, um dos maiores grupos financeiros

and (B) after a reasonable expectation to such effect has been established, the director shall not have established that the challenged conduct was reasonably believed by the director to be in the best interests of the corporation; or (iv) a sustained failure of the director to devote attention to ongoing oversight of the business and affairs of the corporation, or a failure to devote timely attention, by making (or causing to be made) appropriate inquiry, when particular facts and circumstances of significant concern materialize that would alert a reasonably attentive director to the need therefore; or (v) receipt of a financial benefit to which the director was not entitled or any other breach of the director’s duties to deal fairly with the corporation and its shareholders that is actionable under applicable law. (...)”.

35 “Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations. Section 4.01(c) A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer: (1) is not interested in the subject of his business judgment; (2) is informed with respect to the subject of his business judgment to the extent he reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and rationally believes that his business judgment is in the best interests of the corporation. (...)”.

36 TJSP - Ap. Cível 0162181-56.2011.8.26.0100 - 22 Câmara Direito Privado - Rel. Des. Fernandes Lobo.

ros do País, é evidente. Incidência dos requisitos previstos nos artigos 186, 927 e 932 III, todos do Código de Civil. Sentença reformada. Reparação pelos prejuízos acolhida. Recurso de apelação provido.

Especificamente na esfera corporativa, ainda que com tons menos objetivos do que principiologicos, o Superior Tribunal de Justiça também parece assimilar essas noções, como se percebe da seguinte ementa³⁷:

(...) 9. Constatou-se falta de transparência na realização da operação financeira em destaque, com impacto direto sobre o patrimônio da empresa e sobre o direito à informação dos acionistas minoritários, quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos. 10. No atual cenário da economia nacional e internacional, altamente dependente da saúde financeira do setor empresarial, a eticidade nas relações interna corporis das companhias é bem jurídico igualmente digno de tutela, por meio do estímulo à segurança e à transparência das operações financeiras. Por tais motivos, urge aplicar-se o princípio da confiança, a fim de resguardar a boa-fé dos sócios minoritários, bem como de toda a comunidade, diante de eventuais situações jurídicas geradas por um comportamento desleal dos administradores e sócios-controladores das pessoas jurídicas.

Em qualquer caso, fica visível uma tendência no sentido de se embeber mais concretamente na esfera dos deveres de diligência dos administradores os ideais de há muito consagrados pelos preceitos de governança corporativa e, agora, também de *compliance*. Goste-se ou não, não há dúvida de que o cenário ao menos provoca um belo debate, o que felizmente está sempre no radar das frutíferas e relevantes obras do IDSA, cujo *timing* é igualmente sempre de extrema felicidade.

3. CONCLUSÃO

À guisa de conclusão, o que se infere hoje é que as ideias de *compliance* e governança corporativa assumem conotações de absoluta interseção e complementaridade, podendo ser juntamente definidas como a formatação de modelos corporativos tendentes a prevenir desvios de conduta que possam redundar no risco de sanções (regulatórias ou de mercado), perdas

econômicas ou de reputação e valor empresariais. Mais que isso, e a par dessa correlação direta com o papel de prevenção de riscos e *disclosure* e *accountability* a fazer frente aos anseios e confiança dos *stakeholders*, ambas trazem embutidas diretrizes de monitoramento e supervisão contínuos da companhia e seus administradores, com fincas a fomentar assim a credibilidade e prosperidade perenes do negócio.

Com efeito, após quase duas décadas de repetidos e nada desprezíveis escândalos corporativos fruto da transgressão mais ou menos velada dessas boas práticas de governança e *compliance*, as respostas regulatórias e de *enforcement* parecem ter sido por um enrijecimento normativo e uma aparente releitura não tão “soft” dessas funções de monitoria e supervisão inerentes à administração, especialmente no que toca aos conselhos, nos quais se deposita agora um leque de competências e clamores muito mais amplos.

Para além da simples independência, foca-se hoje muito prioritariamente na eficiência dos conselhos de administração, que não podem mais se prestar a esta altura dos acontecimentos a uma postura meramente ornamental ou acanhadamente opinativa perante as organizações que conduzem, à qual devem estar efetivamente alinhados, neles depositando-se então expectativas firmes de integridade, transparência e concreta geração de valor empresarial.

Se é fato que as peculiaridades do mercado brasileiro e o modelo de capital concentrado e de, digamos, sobre-poderes atribuídos aos controladores (*v.g.*, a possibilidade de demissão *ad nutum* e imotivada de conselheiros e/ou sua vinculação a acordos de acionistas) ainda guardam alguns óbices à efetiva superação dos problemas de agência, a jurisprudência recente parece trazer algum alento, seja ao ratificar a indelegabilidade de competências e, daí, a independência dos conselheiros de administração, seja ao melhor e mais rigidamente balizar os deveres fiduciários a estes legalmente atribuídos.

Nesse contexto, a aderência e interconexão entre as noções de governança e *compliance* parecem fazer deste último instituto um ingrediente extra-qualificador de condutas dos administradores que, somado às diretrizes hermenêuticas postas ao dever de diligência, dão novos contornos, quando não geram um verdadeiro embaraço a uma cômoda saída

estratégica pela *business judgment rule*, como talvez se pudesse pressupor ou pretender num passado não tão remoto.

De qualquer modo, o certo é que ainda há um longo caminho a se trilhar por estas bandas na busca de uma real independência e efetividade na atuação dos conselhos de administração, ao menos enquanto os mecanismos de *enforcement* aptos a mitigar os abusos ainda se revelarem mais como construções hipotéticas do que propriamente um fenômeno concreto. Oxalá o reforço das noções de *compliance* fortaleçam o acultramento dos próprios preceitos de governança, de modo a induzir quiçá um maior ativismo apto a viabilizar enfim um cenário de lisura, isonomia e ganhos legítimos para todos os participantes.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAINBRIDGE, Stephen. *Corporate Law*. Foundation Press, 2009.
- BARBOSA, Henrique Cunha. *Business Judgment Rule*. In: *Tratado de Direito Comercial*, vol. 2. Coord. COELHO, Fabio Ulhoa. São Paulo: Saraiva, 2015.
- _____. *Responsabilidade de Administradores e Controladores: O "Caso Sadia" numa incursão "Guerreiriana" para além do Dever de Diligência e da Ação Social*. In: *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. Coord.: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Walfrido Jorge Warde Jr. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- _____; CORREA, Julia Souza; FREITAS, Bernardo Vianna; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio. *Poderes dos administradores e acordos de acionistas: apontamentos gerais e o caso Usiminas*. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 2 – Nov/2015. São Paulo, Almedina, 2015.
- CAMARGO, André Antunes Soares; SILVA, Thiago José da. *Conselheiros Independentes – Status e Proposições*. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v.1 – Mar/2015. São Paulo, Almedina, 2015.
- CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In: *Direito das Companhias*, LAMY FILHO, Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Administradores Independentes e Independência dos Administradores. Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileira*. in VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.) In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011.
- CHARAN, Ram. *Reiventando a Governança Corporativa*. São Paulo: Elsevier, 2010.
- COFFEE Jr. John C. *Gatekeepers: The professions and corporate governance*. Oxford University press, 2006.
- COX, James D. HAZEN, Thomas Lee. O'NEAL, F. Hodge. *Corporations*. New York: Little Brown, 1995.
- GARCIA, Sheila Abukater Arkie. *Compliance: Um instrumento de Governança Corporativa e fomento do mercado de capitais*. Monografia. São Paulo, 2012.

- SANTOS, Aline Menezes; TRINDADE, Marcelo. In: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>.
- SHERMAN, Andrew. *Key trends and challenges in corporate governance*. In: *O futuro da Governança Corporativa – Desafios e Fronteiras*. São Paulo: Saint Paul, 2013.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1999.
- _____. *Conselho de Administração e Governança Corporativa*. In: *Tratado de Direito Comercial*, vol. 4. Coord. COELHO, Fabio Ulhoa. São Paulo: Saraiva, 2015.
- YAZBEK, Otavio. *Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: Um Exercício e Alguns Desafios*. In: *Temas Essenciais de Direito Empresarial. Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. Coord.: Luiz Fernando Martins Kuyen. São Paulo: Saraiva, 2012.