



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

ALESSANDRA OLIVEIRA BARBOSA

**A RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHAS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA DE COMPANHIAS ABERTAS**

BRASÍLIA – DF

2023

ALESSANDRA OLIVEIRA BARBOSA

**A RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHAS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA DE COMPANHIAS ABERTAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
à Faculdade de Direito da Universidade de
Brasília – UnB, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientadora: Amanda Athayde Linhares
Martins Rivera

BRASÍLIA – DF

2023

ALESSANDRA OLIVEIRA BARBOSA

**A RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHAS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA DE COMPANHIAS ABERTAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
à Faculdade de Direito da Universidade de
Brasília – UnB, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Brasília, 24 de julho de 2023.

BANCA EXAMINADORA

AMANDA ATHAYDE LINHARES MARTINS RIVERA – Orientadora

Doutora

LUIZ GUILHERME ROS

Mestre

ANGELO GAMBA PRATA DE CARVALHO

Mestre

Barbosa, Alessandra Oliveira

A responsabilização por falhas na governança corporativa de companhias abertas / Alessandra Oliveira Barbosa; Orientadora: Amanda Athayde Linhares Martins Rivera - Brasília, 2023.

92 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Universidade de Brasília, Faculdade de Direito, Brasília, 2023

Orientadora: Profa. Doutora Amanda Athayde Linhares Martins Rivera

1. Governança corporativa. 2. Companhias abertas. 3. Responsabilização por falhas na governança corporativa. I. A responsabilização por falhas na governança corporativa de companhias abertas. II. Orientadora (Athayde, Amanda). III. Universidade de Brasília.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me guiado e me sustentado durante toda a minha jornada acadêmica.

Aos meus pais, por todo amor, apoio e sacrifício, dedicados a mim ao longo desta minha jornada acadêmica. O amor incondicional, o incentivo e encorajamento foram fundamentais para que eu alcançasse esse momento de conclusão. Vocês sempre foram minha força nos momentos mais difíceis. Essa conquista não seria possível sem o amor e o suporte que recebi de vocês. À minha mãe, Maria Helena, que jamais permitiu que o cansaço superasse a coragem de continuar avançando. Agradeço profundamente pelo amor e cuidado que sempre me dedicou. Ao meu pai, Odair, cujo cuidado e dedicação me ensinaram as infinitas possibilidades que o amor pode nos proporcionar.

À minha irmã, Kely, cujo carinho, amor e amizade, sempre foram certezas em minha vida. Obrigada por estar ao meu lado em todos os momentos e por sempre preencher o meu coração com alegria.

À minha orientadora, Amanda Athayde, que fez possível a apresentação deste trabalho. Sua expertise e paixão pela área de estudo inspiraram-me a buscar excelência em meus projetos e contribuíram significativamente para a minha formação. Sou extremamente grata pela oportunidade de aprender com você e pela confiança depositada em mim.

Aos meus amigos, especialmente àqueles conquistados durante a graduação: à “Panelinha”, grupo formado desde o primeiro semestre, no qual encontrei alegrias, convívios fraternos e a certeza de que a amizade de vocês será o bem mais precioso que levarei da Universidade: Júlia, Eduarda, Beatriz, Andréia, Samuel, Guilherme, Gabriel, Arthur, Célio, Dib e Pedro.

Dedico, especialmente, algumas palavras à Eduarda, Júlia, Beatriz e Andréia, que comigo estiveram e dividiram risadas, preocupações e momentos inesquecíveis ao longo desse ciclo na faculdade. Vocês foram verdadeiras companheiras de jornada, que transformaram os desafios em oportunidades de crescimento, as dificuldades em motivação e as conquistas em celebrações memoráveis. Juntas enfrentamos as temidas provas, os trabalhos em grupo, as noites de estudo e as incertezas do futuro. Agradeço por cada abraço reconfortante, cada gargalhada compartilhada e cada momento de descontração. Que nossos laços de amizade se fortaleçam cada vez mais.

Ao Grupo de Estudos em Direito Empresarial e Arbitragem (GEA/UnB), do qual fiz e faço parte com muito orgulho e carinho. Além dos momentos de estudo e dedicação, também tivemos a oportunidade de explorar novos lugares, vivenciar viagens incríveis e criar memórias que ficarão para sempre em nossa lembrança. Rimos, choramos, nos apoiamos e celebramos conquistas juntos.

À Karine e Helena, que em meio a competições do GEA, estudos e viagens, me fizeram perceber que a nossa amizade é um tesouro valioso em minha vida. Agradeço por cada momento vivido ao lado de vocês, pois cada interação foi uma demonstração de carinho, confiança e cumplicidade.

Dedico um agradecimento especial aos meus professores, verdadeiros pilares em meu processo de aprendizagem e formação acadêmica e profissional. Vocês foram essenciais em minha jornada na faculdade, guiando-me, compartilhando conhecimento e inspirando-me a alcançar o melhor de mim.

Por meio de sua dedicação, expertise e paixão pelo ensino, vocês despertaram em mim a curiosidade, o desejo de aprender e a busca constante pelo conhecimento. Foram modelos de excelência acadêmica e profissional, incentivando-me a alcançar meus objetivos e a superar meus limites.

A todos os servidores da Universidade de Brasília pela qualidade e excelência no ensino, como os serviços de biblioteca, secretaria e demais departamentos. Sua prontidão em atender às nossas necessidades, esclarecer dúvidas e oferecer suporte foi fundamental para o bom andamento de minha jornada acadêmica.

A todos os familiares e amigos, pelo apoio inabalável e compreensão durante essa jornada acadêmica. Vocês sempre estiveram ao meu lado, torcendo por mim, oferecendo suporte emocional e acreditando no meu potencial. Seu encorajamento e presença constante foram essenciais para a minha motivação e determinação.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a responsabilização por falhas na governança corporativa de companhias abertas, considerando como ponto de partida o estudo de caso da condenação da Petróleo Brasil S/A (“Petrobras”), em procedimento arbitral, ao pagamento de indenização a acionistas e investidores pela divulgação deficitária de informações ao mercado relacionadas à Operação Lava-Jato. Nessa seara, buscar-se-á, sob os espectros legislativo e jurisprudencial do ordenamento jurídico brasileiro, compreender a responsabilidade civil da (i) companhia aberta, de seus (ii) administradores e de seu (iii) acionista controlador na reparação dos danos causados, avaliando-se a concordância da sentença arbitral com o ordenamento jurídico brasileiro. Além do mais, analisar-se-á de que maneira a própria governança corporativa de companhias abertas seria importante na atenuação dos prejuízos advindos da prática de atos ilícitos de corrupção no âmbito interno de uma companhia aberta, por meio da adoção concreta de mecanismos que visem à prevenção de práticas violadoras da ética empresarial. Para tanto, a metodologia versará sobre a pesquisa bibliográfica em livros e artigos científicos, bem como sobre estudo de caso, com abordagem eminentemente qualitativa dos temas tratados.

Palavras-chave: Governança corporativa. Responsabilidade civil. Ética empresarial. *Compliance*. Companhias abertas.

ABSTRACT

The present work aims to analyze the accountability for failures in the corporate governance of publicly traded companies, taking as a starting point the case study of the condemnation of Petróleo Brasil S/A ("Petrobras") in an arbitration proceeding, requiring the payment of compensation to shareholders and investors for the deficient disclosure of information related to the "Operation Car Wash" scandal. In this context, we will seek to understand, under the legislative and jurisprudential perspectives of the Brazilian legal system, the civil liability of (i) the publicly traded company, (ii) its administrators, and (iii) its controlling shareholder in the reparation of damages caused, evaluating the compliance of the arbitration award with the Brazilian legal system. Furthermore, we will analyze how the corporate governance of publicly traded companies itself would be important in mitigating the losses resulting from the practice of illicit acts of corruption within the internal scope of a publicly traded company, through the concrete adoption of mechanisms aimed at preventing violations of business ethics. For this purpose, the methodology will involve bibliographic research in books and scientific articles, as well as a case study with an eminently qualitative approach to the topics addressed.

Keywords: Corporate governance. Civil liability. Business ethics. Compliance. Publicly traded companies.

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1** O modelo regulatório dos *nudges*
- Figura 2** Representação visual da relação entre *compliance*, governança corporativa e programas de integridade
- Figura 3** Fluxo de caixa líquido para cômputo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores
- Figura 4** Sistema de responsabilização da companhia aberta e de seus órgãos segundo o ordenamento jurídico brasileiro

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
I. OS PARALELOS HISTÓRICOS ESTABELECIDOS ENTRE O DIREITO E A ÉTICA E AS PECULIARIDADES DOS CRIMES DE CORRUPÇÃO.....	12
1.1. A regulação jurídica dos mercados a partir da interlocução entre os valores jurídicos e éticos.....	12
1.2. A divergência entre o modelo regulatório baseado em sanções e os crimes de corrupção.....	15
1.2.1. Os crimes de corrupção: uma investigação teórica acerca de suas peculiaridades.....	16
1.2.2. A insuficiência do modelo regulatório comando e controle no combate aos crimes de corrupção e os <i>nudges</i> como meio alternativo.....	22
II. ASPECTOS GERAIS E NORMATIVOS DO COMPLIANCE.....	24
2.1. Breves acenos conceituais do <i>compliance</i> e seus desdobramentos: governança corporativa e programas de integridade.....	24
2.2. Aspectos legais e normativos do <i>compliance</i> no Brasil e no mundo.....	27
III. A GOVERNANÇA CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS.....	31
3.1. Breves acenos sobre as companhias abertas.....	31
3.2. Os benefícios de uma efetiva governança corporativa para uma companhia aberta.....	36
3.3. A modelação da governança corporativa nas companhias abertas sob a perspectiva do Direito Societário: Lei n.º 6.404/1976 – Lei das Sociedades Anônimas e Lei n.º 11.101/2005 – Lei de Recuperação e Falência de Empresas.....	39
3.4. A modelação da governança corporativa nas companhias abertas sob a perspectiva do Direito do Mercado de Capitais: Resolução CVM n.º 44/2021, Resolução CVM n.º 78/2022 e Resolução CVM n.º 80/2022.....	45

IV. ESTUDO DE CASO: PETROBRAS CONDENADA A INDENIZAR ACIONISTAS POR FALHAS NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES QUANTO À OPERAÇÃO LAVA-JATO.....	49
V. A RESPONSABILIDADE CIVIL POR FALHAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS.....	54
5.1. Teses para a responsabilidade da companhia por falhas na governança corporativa.....	54
5.1.1. As companhias abertas como sujeitos dotados de direitos e de deveres e a função social da empresa como princípio norteador: os bônus e os ônus caminham juntos.....	54
5.1.2. A responsabilidade das companhias abertas na divulgação de informações ao mercado de capitais: os órgãos da pessoa jurídica são apenas órgãos.....	57
5.1.3. A aplicação da tese da responsabilidade da companhia ao estudo de caso da Petrobras.....	59
5.2. Teses para a responsabilidade do administrador por falhas na governança corporativa.....	60
5.2.1. Os atos do administrador incidentes na revogada Teoria dos Atos <i>Ultra Vires</i> : a extrapolação dos limites conferidos pela legislação e pelo estatuto da companhia aberta sob o vértice da Teoria da Aparência.....	60
5.2.2. As falhas na governança corporativa decorrentes da tomada de decisões negociais equivocadas: a linha tênue que separa a <i>business judgement rule</i> e os atos ilícitos.....	64
5.2.3. A aplicação da tese de responsabilidade do administrador da companhia ao estudo de caso da Petrobras.....	67
5.3. Teses para a responsabilidade do acionista controlador por falhas na governança corporativa.....	68

5.3.1. O poder diretivo do controlador e o seu compromisso com o objeto social da companhia aberta: o dever de informação, conforme a Instrução CVM n.º 44/2021.....	68
5.3.2. A aplicação da tese de responsabilidade do acionista controlador da companhia ao estudo de caso da Petrobras.....	71
VI. COMENTÁRIOS ACERCA DAS TESES EXPLORADAS: A RESPONSABILIZAÇÃO DEVE RECAIR MESMO SOBRE A COMPANHIA ABERTA?.....	73
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	80

INTRODUÇÃO

A governança corporativa desempenha um papel crucial na gestão e funcionamento das empresas, especialmente em companhias abertas, onde o grau de complexidade de seus órgãos confirma ser importante a estruturação de um programa de integridade robusto e, efetivamente, aplicável ao contexto da companhia. Sabe-se, no entanto, que, apesar dos padrões de conduta estabelecidos, e voltados, precipuamente, à ética, à transparência e à integridade, nem sempre será possível possibilitar que a companhia esteja alheia aos riscos advindos da atividade empresarial.

Diante disso, o presente trabalho dedicará espaço à análise da responsabilização civil no âmbito da governança corporativa, abordando, especificamente, as companhias abertas como objeto de estudo.

E, a partir do estudo da condenação da Petrobras, em procedimento arbitral movido pelos fundos de pensão Fundação Petrobras de Seguridade Social – Petros e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ na Câmara de Arbitragem Brasileira (CAM) da B3, será avaliado se a sentença arbitral que determinou a condenação da companhia ao pagamento de indenização aos acionistas demandantes por falhas na governança corporativa da empresa agiu em conformidade com a legislação e jurisprudência brasileiras.

Isto porque, em última análise, apesar da responsabilidade da companhia aberta sobre os atos praticados por seus órgãos, e que afetam terceiros de boa-fé, as decisões adotadas partiram em um contexto da prática esquematizada de corrupção, em completa ilicitude e abusividade dos seus administradores. E, para além dos prejuízos reputacionais causados à Petrobras, a responsabilização da companhia aberta ainda é capaz de proporcionar uma série de problemas financeiros decorrentes da reparação de todos aqueles lesados pelas práticas investigadas na Operação Lava Jato.

Ou seja, em um contexto de decisões tomadas pelos administradores da Petrobras, unicamente com o propósito de perpetuar as práticas de corrupção, não deveria ser a companhia a responsável por arcar com os prejuízos causados, dadas as inúmeras possibilidades de prejuízos financeiros advindos da reparação dos danos.

Pretende-se, assim, evidenciar de que maneira a responsabilidade civil por falhas na divulgação de informações ao mercado recairá sobre (i) a companhia aberta; (ii) os administradores; e (iii) o acionista controlador, confrontando as noções de

preservação da empresa, de proteção ao terceiro de boa-fé e da importância do estímulo às práticas de integridade, ética e transparência.

Inicialmente, no primeiro capítulo, busca-se analisar os paralelos históricos estabelecidos entre o direito e a ética, sob a égide das peculiaridades dos crimes de corrupção. Nesta discussão, serão abordados (i) a interlocução percebida entre os valores jurídicos e éticos; avaliando-se, de maneira propositiva, (ii) a insuficiência do modelo regulatório “comando e controle” no combate aos crimes de corrupção, surgindo daí a possibilidade de aplicação dos *nudges* como meio alternativo.

No segundo capítulo, tomando-se por base os conceitos analisados anteriormente, dedicar-se-á a realizar breves acenos ao *compliance* e seus desdobramentos, isto é, à governança corporativa e aos programas de integridade. Nesse sentido, serão avaliados os aspectos legais e normativos do *compliance* no Brasil e no mundo.

A partir do terceiro capítulo, proceder-se-á ao estudo das companhias abertas, na intenção de compreender a sua organização interna, principalmente sob o crivo da governança corporativa, tomando-se por modelo a Lei n.º 6.404/19766 – Lei das Sociedades Anônimas, a Lei n.º 11.101/2005 – Lei de Recuperação e Falência de Empresas, a Resolução CVM n.º 44/2021 e a Resolução n.º 78/2022.

No quarto capítulo, tomar-se-á o caso da condenação da Petrobras como questão a ser analisada no tema estudado no presente trabalho, de modo a se evidenciar de que forma a companhia aberta foi entendida como responsável pelos prejuízos causados aos seus investidores.

Ato contínuo, o capítulo quinto servirá à análise da responsabilização da companhia aberta, dos administradores e do acionista controlador quando da falha na governança corporativa, evidenciando-se por meio de teses doutrinárias, legais e jurisprudenciais, de que maneira o ordenamento jurídico brasileiro tem entendido o tema.

E, por fim, no sexto capítulo, o presente estudo buscará agregar as ideias dispostas a fim de conceber os prejuízos e problemas advindos da responsabilização desenfreada sobre as companhias abertas, retornando-se ao conceito de que o estímulo à governança corporativa e, conseqüentemente, à construção de um programa de integridade robusto e bem estruturado, permitem a efetivação do conceito de preservação da empresa, tão necessário à concatenação de uma sociedade desenvolvida social e economicamente.

I. OS PARALELOS HISTÓRICOS ESTABELECIDOS ENTRE O DIREITO E A ÉTICA E AS PECULIARIDADES DOS CRIMES DE CORRUPÇÃO

1.1. A regulação jurídica dos mercados a partir da interlocução entre os valores jurídicos e éticos

Os mercados, sob uma perspectiva econômica, podem ser concebidos como “artefatos espontâneos e naturais” (MOUALLEM, p. 325), que, em acréscimo da análise sociológica, são moldados a partir do contexto sociopolítico e cultural em que operam.

Nesse cenário, para o sociólogo Neil Fligstein (1996), os mercados são forjados, essencialmente, como um projeto político-cultural, o que, em sintética conclusão, decorreria da metáfora “*markets as politics*”¹. Essa definição, aos olhos do autor, permite identificar que a formação dos mercados intercorreu, primordialmente, dos acontecimentos históricos e culturais decorrentes dos atores sociais atuantes em cada contexto analisado.

Assim, a eclosão dos mercados propõe uma reflexão aprimorada acerca das estruturas de governança e das concepções atinentes a controle e regulação, especialmente no que toca à conturbada relação estabelecida entre a ética e o direito.

Nesse contexto, e tomando-se por base a arquitetura dos mercados engendrada pelos acontecimentos do século XIX, vislumbra-se que as intensas transformações decorrentes de guerras, conflitos sociais e revoluções – sejam elas culturais, políticas, científicas ou econômicas –, foram essenciais para aflorar debates cada vez mais profundos a respeito da relação estabelecida entre os valores jurídicos e os valores éticos.

A efervescência do juspositivismo – que buscava de imediato suplantar o paradigma anterior estabelecido pelas concepções do jusnaturalismo –, pretendia uma ordem jurídica apartada dos valores éticos e morais, que, em grande medida, eram vistos com desconfiança em razão da possível ameaça à segurança jurídica almejada.

Ora, se, para o jusnaturalismo, o regramento jurídico deveria posicionar-se como decorrente da natureza humana e, portanto, a partir de uma doutrina refletida pelo direito natural – anterior e hierarquicamente superior –, a concepção juspositivista

¹ Em tradução livre: “Mercados como política”.

concebia a expurgação de qualquer base metafísica que, porventura, viesse a interferir no ordenamento jurídico.

De acordo com Hans Kelsen, principal influente da Escola Positivista, ao defender a existência de uma “teoria pura do direito”, direito e ética não devem ser trabalhados em conjunto, especialmente em razão da possibilidade de que os valores éticos venham a ameaçar a pureza da ciência jurídica².

Assim, em outras palavras, para o novo paradigma estabelecido, o direito independe dos valores morais e éticos, não só pela desnecessidade de fundamentar a sua legitimidade em bases supostamente metafísicas, mas também pela noção de que a obediência ao princípio da legalidade perpassa a possibilidade de um “direito injusto”, consequência admitida por aqueles pertencentes à Escola Positivista.

Nisso, a admissão deste “direito injusto” surge pela compreensão de que a validade da norma jurídica independe do seu conteúdo e, portanto, ainda que injusta por ferir valores éticos ou morais, permanece válida perante o ordenamento jurídico vigente.

Todavia, valendo-se da noção kantiana, verifica-se que, sob a análise empreendida pela corrente positivista, as regras jurídicas consistiriam em imperativos hipotéticos, que seriam cumpridas, unicamente, se em conformidade com os interesses do agente (FRAZÃO, 2018). Ou seja, compreender o ordenamento jurídico desprovido da presença de valores éticos e morais implicaria em representar a ação dos agentes “como meio de obter alguma outra coisa” (KANT, 1964), completamente vazias em si mesmas.

Em vista disso, o sujeito economicamente racional apenas agiria conforme as regras jurídicas estabelecidas se estas atendessem aos seus objetivos pessoais, avaliando, para tanto, se os ganhos com o descumprimento das regras jurídicas sopesariam as perdas com a punição aplicada.

Haveria, assim, uma verdadeira contabilização pelo agente economicamente racional dos ganhos obtidos com a prática do ilícito, segundo a ordem jurídica vigente, e os riscos de eventual punição, examinando, também, se esta seria, de fato, superior aos benefícios angariados.

Sobre isso, Ana Frazão (2018) comenta que “o temor de evitar a sanção é visto como a principal razão – senão a única – para o cumprimento das normas

² A esse respeito, Kelsen comenta: “A pureza de método da ciência jurídica é então posta em perigo, não só pelo fato de se não tomarem em conta os limites que separam esta ciência da ciência natural, mas - muito mais ainda - pelo fato de ela não ser, ou de não ser com suficiente clareza, separada da Ética: de não se distinguir claramente entre Direito e Moral.” (KELSEN, 1999, p. 53).

jurídicas”. E que “não há, nesse contexto, maior preocupação com o fato de que as regras jurídicas também podem – ou mesmo devem – ser aplicadas em razão do seu valor intrínseco e independentemente das consequências negativas que decorrem da sua violação” (FRAZÃO, 2018).

Nessa propositura, Kelsen confirma que “o Direito só pode ser distinguido essencialmente da Moral quando [...] se concebe como uma ordem de coação” (1999, p. 55), onde se busca “obter uma determinada conduta humana ligando à conduta oposta um ato de coerção socialmente organizado” (KELSEN, 1999, p. 55).

Com a globalização e diversificação das tecnologias, o que se tem percebido é, no entanto, o completo oposto do esperado pelo modelo regulatório “comando e controle”. Diante de uma sociedade orquestrada por suas complexidades e pluralidades, não se pode esperar que o ordenamento jurídico se imponha valendo-se unicamente da força física (HABERMAS, 2011, p. 131).

O agente economicamente racional tem, em si, a necessidade intrínseca de legitimar os comandos recebidos – especialmente partindo-se da premissa de que, envolvidos em uma sociedade, lidam cotidianamente com o meio social em que estão inseridos e comungam de valores culturais e sociais das instituições a que pertencem –, sendo dever expresso das regras jurídicas que se imponham de maneira igualmente racional.

Ressalva-se, contudo, que não se defende a homogeneidade de comportamento dos agentes, como se agissem somente a prejudicar os demais em benefício próprio, ignorando as regras impostas. Reflete-se, em verdade, a respeito da unicidade de um modelo regulatório que se ancora completamente na imposição de penalidades, crendo na premissa de que os sujeitos agirão conforme os comandos normativos somente por temor às penalidades e sanções aplicadas.

A moralidade, nesse contexto, serviria à contenção de crimes, notadamente àqueles cujos ganhos, na maior parte das vezes, superam as perdas auferidas pelo agente, como os crimes de corrupção e práticas cartelizadas. Isto porque os valores morais estariam associados a comandos psicológicos e sociais de uma pessoa, que a fariam cumprir as regras impostas por meio da formação de bons hábitos (STUCKE, 2006, p. 489).

Por isso, a construção de um modelo regulatório que gere incentivos aos agentes sociais a absterem-se da prática de determinado ilícito ao invés de aplicar-lhe

severas punições – que não confeririam retornos positivos à sociedade, revela-se “mais poderoso para o agir humano do que a sanção” (FRAZÃO, 2018).

Para Tiago Cadore (2019, p. 84), o desenvolvimento efetivo de um país somente pode se desenrolar “em um Estado que combate de maneira efetiva a corrupção, pois esta impede que os cidadãos, em especial os desprovidos de condições financeiras” acessem uma sociedade mais igualitária e justa em sua divisão de recursos e riquezas.

Assim, percebe-se que aos crimes de corrupção espera-se uma atuação mais marcante do Estado, haja vista a necessidade de um modelo regulatório voltado às falhas sociais que originam ilícitos de corrupção e práticas de cartéis.

1.2. A divergência entre o modelo regulatório baseado em sanções e os crimes de corrupção

Diante da complexidade aprazada pela relação entre o direito e a ética, um modelo regulatório rigorosamente baseado em sanções encontra dificuldades para se manter em uma sociedade cada vez mais plural e heterogênea, onde as políticas de enfrentamento à corrupção precisam, além de extirpá-la, encontrar maneiras de evitar a sua perpetuação, “desincentivando os seus incentivos” e, principalmente, tornando mínimos os seus ganhos ante os ganhos em não a praticar.

Nessa toada, percebe-se que as políticas de combate à corrupção dão-se, em grande medida, por meio “de mudanças no quadro legislativo e institucional, para o fim de endurecer as leis punitivas e de fortalecer os órgãos de repressão” (COSTA, 2017, p. 92). Estas reiteradas tentativas são, no entanto, de pouca, ou de nenhuma, efetividade, uma vez que os índices da prática de atos de corrupção no Brasil continuam em estado crítico.

De acordo com o estudo “Índice de Percepção da Corrupção (IPC)” dos anos de 2021 e 2022, produzido pela Transparência Internacional – organização sem fins lucrativos com propósito anticorrupção a nível internacional –, que avalia em pontos a percepção de integridade do país, o Brasil permanece abaixo da média global, de 43 pontos.

De acordo com o IPC, o país encontra-se “estagnado, sem ter feito avanços significativos para enfrentar o problema” (TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL, 2021), prevendo que “o desmonte institucional e a inação do governo no combate à

corrupção podem levar a notas ainda piores nos próximos anos” (TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL, 2021).

O IPC, que avaliou mais de 180 países em todo o mundo, ainda indicou que, além de atingir a 94ª posição no *ranking*, o Brasil ainda ficou “abaixo da média dos BRICS (39 pontos), da média regional para a América Latina e o Caribe (41 pontos) e ainda mais distante da média dos países do G20 (54 pontos) e da OCDE (66 pontos)” (TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL, 2022).

Como se percebe, o quadro é verdadeiramente alarmante do ponto de vista institucional, haja vista os efeitos nefastos trazidos pela corrupção e suas práticas a um país, seja nos âmbitos político, econômico, social, ético e moral.

1.2.1. Os crimes de corrupção: uma investigação teórica acerca de suas peculiaridades

Desde logo, pontue-se que, para efeitos da pesquisa ora apresentada, avalia-se a corrupção oriunda tanto da conduta do agente público que se utiliza do seu cargo para auferir vantagens, quanto da conduta do terceiro que, por meio de propinas e subornos, auferir benefícios do agente público, ofendendo sobremaneira a credibilidade da Administração Pública, de autoridades públicas e das instituições políticas (OLIVEIRA, 2008, p. 10).

Susan Rose-Ackerman (1978, p. 31) explana que a corrupção ocorre na interface entre os setores público e privado, sempre que um funcionário público observar poder discricionário sobre a distribuição de benefícios ao setor privado, capazes de propiciar algum tipo de suborno ou propina³.

Assim, de acordo com a autora, a prática de atos corruptos dá-se, quase que inteiramente, visando (i) a obtenção de benefícios do governo; e (ii) a redução de custos próprios (ROSE-ACKERMAN, 1978, p. 34).

Conforme aponta Virgílio Eilel Pereira (2008, p. 43), os tipos mais comuns de crimes ligados à corrupção são “crimes de suborno ou propina, nepotismo, extorsão, tráfico de influência, utilização de informações públicas privilegiadas”, podendo-se

³ Tradução livre para: *Corruption occurs at the interface of the public and private sectors. Whenever a public official has discretionary power over distribution to the private sector of a benefit or cost, incentives for bribery are created. Thus corruption depends upon the magnitude of the benefits and costs under the control of public officials.*

encaixar, ainda, “tráfico de drogas e de mulheres, prostituição, lavagem de dinheiro e exploração”.

Ainda segundo o autor, a corrupção atinge diretamente a **dimensão política** de um país, permitindo “o envolvimento de organismos governamentais”, engajando e utilizando, de maneira ilegal, o Poder Público e seus recursos (PEREIRA, 2008, p. 42).

Para isso, o agente corrupto extirpa por completo qualquer preocupação com o sistema normativo vigente, “abusando do poder que [lhe] é confiado em detrimento de interesses particulares escusos” (PEREIRA, 2008, p. 43).

Nessa perspectiva, as consequências deste quadro são, em grande medida, “a destruição da confiança depositada nos funcionários públicos no regular exercício de suas atribuições/funções” (TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL, 2017, apud PEREIRA, 2008, p. 43).

Sob uma **dimensão econômica**, não se olvide que a corrupção coloca a sociedade, especialmente os mais pobres, em precárias condições, uma vez que “priva o cidadão de melhores condições de atendimento de suas necessidades públicas e o obriga a permanecer dependente de um sistema criado para não funcionar e para beneficiar unicamente os seus integrantes de alto escalão” (CADORE, 2019, p. 85).

A ineficácia de um sistema contaminado pela corrupção apresenta sintomas latentes, como a redução do ingresso de receita no Estado, o aumento constante do valor de produtos e serviços, visando compensar os valores desviados, e causando, de maneira ainda mais prejudicial, distorções na livre concorrência do mercado, uma vez que os corruptos são colocados em posição de extrema vantagem⁴ (CADORE, 2019, p. 101).

Partindo-se, imediatamente, para uma **dimensão social**, verifica-se que a corrupção, praticada na figura do agente corrupto, trai “toda uma coletividade que confiou em sua retidão, honestidade e honradez” (PEREIRA, 2008, p. 43). Inúmeros princípios são violados com a prática de crimes de corrupção, desde a ordem e a fé pública, até a eficiência imposta à Administração.

Em outras palavras, a corrupção ameaça o bem-estar coletivo em prol da aplicação de benefícios a um grupo restrito de agentes.

Para Matthew E. Szwajkowski (1985, p. 559), a prática de crimes de corrupção constitui um grave problema social, cuja magnitude não deve ser

⁴ Segundo estimativas propostas pelo Departamento de Justiça do Estados Unidos, a perda financeira aos cofres públicos decorrente da prática de crimes de corrupção alcança o patamar de U\$ 20 bilhões a cada ano, o que demonstra os efeitos nefastos trazidos pela prática corruptiva em corporações.

subestimada. Segundo o autor, os impactos dos crimes de corrupção são tão substanciais que se igualam, e até superam, os crimes de homicídio, roubo, estupro e genocídio (SZWAJKOWSKI, 1985, p. 559).

Por fim, a corrupção atinge, e está diretamente ligada, a uma **dimensão ética e moral**, não só pela imposição de valores negativos a uma sociedade, como também por causar à toda uma população sentimento de frustração, quebra de confiança nas instituições, insegurança, revolta e medo (PEREIRA, 2008, p. 44).

Há um verdadeiro “desvio decorrente de uma inversão de valores por parte do agente público, [que] age em função de interesses particulares/privados de forma ilegal, ilícita e criminosa incompatível com o exercício da atividade pública” (PEREIRA, 2008, p. 44).

Ao destrinchar o tema, o sociólogo estadunidense Edwin Hardin Sutherland (1940, p. 1) defende que a criminalidade não estaria reservada àqueles pertencentes aos escalões mais baixos da sociedade⁵, mas também era praticada por aqueles indivíduos educados e socioeconomicamente abastados⁶. Para ele, estes últimos formariam o grupo dos “*white collars*”, ou, em tradução, “colarinhos brancos”, aludindo ao que Pereira identifica como “empresários e agentes ocupantes de posições mais elevadas na hierarquia organizacional” (2008, p. 2018).

De acordo com os estudos de Sutherland, as teorias criminológicas até então vigentes perpetuavam o entendimento de que a criminalidade estaria diretamente relacionada às classes mais baixas em razão da pobreza e das características pessoais e sociais derivadas deste estado social, incluindo, para tanto, a debilidade mental e os desvios psicopáticos como causas adjacentes⁷.

A corrupção, no entanto, não estaria intimamente relacionada às condições psicológicas do agente, tampouco poderia ser associada diretamente às classes mais baixas da população. Isto porque, para Sutherland, os estudos criminológicos, até então, negligenciavam um importante campo de análise: o comportamento dos homens de

⁵ Para o autor, apesar de as estatísticas da criminalidade apontarem para classes mais baixas, era óbvio que se referiam a delitos abordados pela polícia, pelos tribunais criminais, como os crimes de homicídio, agressão, furto, ofensas sexuais e embriaguez. Em outras palavras, fugia aos estudos crimes reais praticados por aqueles que, em razão de influência financeira e política, não eram investigados, sequer vistos como criminosos (SUTHERLAND, 1940, p. 1).

⁶ Tradução livre para: “*The criminal statistics show unequivocally that crime, as popularly conceived and officially measured, has a high incidence in the lower class and a low incidence in the upper class; less than two percent of the persons committed to prisons in a year belong to the upper class.*”

⁷ Sutherland defendia que as amostras trazidas pelos estudiosos estariam, senão totalmente, mas, ao menos, parcialmente enviesadas e tendenciosas ao forçarem que a criminalidade seria característica básica dos mais pobres ou menos abastados (1940, p. 2).

negócios, profissionais investidos de poder financeiro e político, pertencentes às classes mais abastadas da sociedade, que teriam fácil acesso aos sistemas de comando do país, em repartições e órgãos públicos.

Ao mencionar os estudos de Sutherland, em conjunto com Donald Ray Cressey e David F. Luckenbill (1983), Pereira identifica que os crimes de corrupção são “perpetrados por pessoas respeitadas e de *status* social elevado, no decurso de suas ocupações profissionais, absolutamente desvinculados da pobreza e de patologias sociais” (apud 2008, p. 20).

Interessante notar que a iniciativa de Sutherland pôs em xeque uma série de fatos cristalizados até então, especialmente no que toca à “pobreza como motivação para o crime”, propondo “a existência de uma perspectiva de anomia e dissociação presentes também nas classes econômicas favorecidas” (1983 apud PEREIRA, 2008, p. 20).

Desse modo, os crimes de colarinho branco, apesar de conterem distinções, passaram a ser concebidos como crimes corporativos, em ampla conceituação, buscando revelar que sua prática ocorreria em grupos empresariais e organizações, onde seria possível identificar altíssimos níveis de influência econômica e política (CLINARD, 1979, p. 15).

Seguindo nesta linha, Szwajkowski propõe o estudo dos crimes de corrupção sob três perspectivas: (i) o ambiente; (ii) a estrutura; e (iii) os processos de escolha.

Dentro das organizações, o ambiente exerceria uma pressão, uma necessidade ou uma angústia⁸. O agente, baseado na situação econômica, social e política, vivida por seu país, realizaria um verdadeiro *trade-off* de custos contra benefícios. Em outras palavras, o agente optaria pela prática de atos corruptivos caso os benefícios de suas manobras fossem superiores aos custos derivados das consequências da prática.

Quanto à estrutura, as relações corporativas criadas no ambiente seriam facilitadores para a prática de atos ilegais. Conforme o autor supracitado, os agentes praticariam crimes de corrupção porque lhes parece “permitido” do ponto de vista organizacional, industrial ou legal (SZWAJKOWSKI, 1985, p. 561). Explica-se.

⁸ Tradução livre para: “*pressure, need or distress*”.

Se, dentro de uma organização corporativa, inúmeros níveis hierárquicos são criados com o propósito de gerar departamentos e setores, mais fácil seria o aporte de barreiras para a descoberta da prática de atos de corrupção. Em outras palavras, o aparato empresarial instaurado dentro de uma companhia poderia ser facilmente utilizado de modo a ocultar crimes internos. Isto porque quanto mais difícil de se alcançar as decisões tomadas pelo alto escalão de uma empresa, mais fácil seria a criação de um sistema voltado à prática da corrupção.

Em caso bastante exemplificativo, pontue-se a participação e esquematização de inúmeras empreiteiras no escândalo de corrupção desvendado pela Operação Lava-Jato a partir de 2014.

A operação desvendou uma série de práticas corruptivas envolvendo diretores e funcionários da Petrobras, que cobravam propina de empreiteiras para a composição de contratos de valor bilionário, que, ao final, além de superfaturados, ainda proporcionavam a aproximação destas empresas com a estatal (MPF, 2020).

Interessante notar, especificamente, que dentro da Odebrecht foi instaurada uma verdadeira “cultura de corrupção”, tendo sido criados inclusive departamentos especializados na organização, ingerência e propiciação dos pagamentos de propina. Com as investigações levadas a cabo pela Operação Lava-Jato, verificou-se que um setor de Operações Estruturadas dentro da Odebrecht foi criado com o propósito de permitir um sistema mais ágil e dinâmico no pagamento de valores ilícitos à Petrobras.

O cenário, verdadeiramente nefasto e que foi responsável posteriormente por consequências devastadoras à empresa, apenas foi resultado de uma série de fragilidades internas e externas da estrutura da Odebrecht.

Para Pereira, em primeiro lugar, a ausência de um arcabouço legal capaz de conter as práticas foi fator essencial para a institucionalização da corrupção no âmbito corporativo (2018, p. 77). Ainda em 2006, quando as práticas criminosas passaram a ser adotadas pela empresa, não havia sequer uma legislação capaz de prevenir tampouco frear estes crimes. Mesmo que, a partir de 2013, a Lei Anticorrupção (Lei n.º 12.846/13) fosse posta em vigor, as suas previsões de penalidades não foram suficientes para desincentivar o poderio corruptivo instaurado na Odebrecht.

Ainda que a legislação possa fluir como fator que faça o agente economicamente racional repensar a prática de atos de corrupção, Natalia Lacerda Macedo Costa esclarece que o marco regulatório não funciona como fator suficientemente capaz de eliminar fraudes corporativas (2017, p. 92), haja vista que o

comportamento destes agentes guia-se, primordialmente, “pela cultura da sociedade, do setor de atividades e da organização” (PEREIRA, 2008, p. 78).

Em outras palavras, vislumbra-se que,

[n]esse ambiente, as reformas institucionais e legais são obstadas, mormente pela ausência de vontade dos sujeitos para implementá-las ou em decorrência do sufocamento das boas iniciativas pelo contexto de corrupção sistêmica. Ainda que se saibam os efeitos positivos advindos da eliminação da corrupção, não há quem queira efetivamente exercer o papel de principal. Trata-se, desse modo, de um problema de ação coletiva. A insegurança no ambiente legal favoreceu as práticas dos crimes por parte da Odebrecht. Associado a isso, identificamos que as falhas de controle, por parte da administração pública, também foram um fator relevante na problemática. (PEREIRA, 2008, p. 79).

Por fim, Szwajkowski comenta que os processos de escolha completam a tríade das características para estudo dos crimes de corrupção.

A escolha, para o autor, estaria intimamente relacionada ao agente que pratica o ato de corrupção, que, sujeito à ética e à justiça coloca diante de si a possibilidade ou não da prática do ilícito, aplicando a sua realidade os ganhos e as perdas da sua conduta. Além do mais, o agente consideraria a situação em que está inserido, a legislação vigente e os propósitos da sua prática.

Os processos de escolha são, portanto, importantes influentes no cometimento ou não dos crimes de corrupção, já que o agente, por espontânea decisão escolhe ingressar na prática.

Szwajkowski esclarece que a noção ética de justiça está intimamente relacionada à interpretação dada pelo contexto do agente, que considera a sua prática correta ou incorreta, ligando-se diretamente aos seus desejos e posicionamentos próprios (1985, p. 561).

Ora, se um indivíduo considera estar acima da lei; ou uma organização convence-se de que a legislação vigente é demasiado excessiva em suas previsões; ou, ainda, um diretor ou funcionário acredita que, no mundo empresarial, o que vale é unicamente a “lei da selva”, e, portanto, desconsidera qualquer comportamento ético ou legal, o processo de escolha resta efetivamente comprometido.

Diante do exposto, percebe-se que a interlocução entre estes três pressupostos desvendam as peculiaridades dos crimes de corrupção e as dificuldades encontradas por um modelo regulatório apartado de valores éticos e morais.

1.2.2. A insuficiência do modelo regulatório comando e controle no combate aos crimes de corrupção e os *nudges* como meio alternativo

A centralização em penalidades e sanções, como forma de prevenir e conter a prática desta espécie de ilícito, mostra-se ineficaz e insuficiente exatamente quando se observa que “os humanos tendem a adotar comportamentos negligentes por obra do descompasso entre a ação com as probabilidades reais” (COSTA, 2017, p. 98).

De maneira geral, este modelo regulatório foca suas premissas na noção de que as decisões humanas seriam irracionais e submissas às normas legais e sociais vigentes. Ocorre, todavia, que as punições e sanções não podem ser tomadas como único e efetivo indutor do comportamento humano.

É cediço que a utilização do modelo regulatório comando e controle propicia a geração de agentes de mercado calculistas, voltados à análise constante dos benefícios a serem capturados com a prática dos ilícitos, dos riscos de eventual punição e do tempo necessário para a quitação de uma sanção financeira, levando em conta, ainda, se isso superaria os ganhos obtidos.

A tônica das punições e sanções é, sem dúvida, ínfima no combate aos crimes de corrupção. Ora, além de ser ineficaz para a sua prevenção, ainda mostra pouca efetividade para repressão. Isto porque, como analisado pelo Tribunal de Contas da União no Acórdão 1970/2017, inúmeros fatores influem para a ineficácia das multas aplicadas por órgãos reguladores.

Dentre os pontos abordados, o TCU explicita que, além de terem (i) baixo índice de arrecadação, isto é, não serem os valores devolvidos aos cofres públicos, as multas administrativas, por vezes, (ii) sequer chegam a ser inscritas no Cadastro Informativo de Créditos não Quitados do Setor Público Federal (Cadin), importante para configurar o débito do agente e a sua obrigação de ressarcir a Administração Pública.

Nesse contexto, é lógico que a regulação comando e controle não cumpre com o seu propósito: solver a corrupção e as suas nefastas consequências à política, à economia e à sociedade.

Por isso, apresentando uma nova maneira de conceber a regulação, aponta a economia comportamental⁹ que, “quando o Estado explora as heurísticas e os vieses do comportamento, ele imprime uma orientação [...] com um nível de aderência às vezes superior ao da lei” (CALO, 2013, apud COSTA, 2017, p. 101).

Essa noção é, ainda, reafirmada quando se percebe que a autoridade imposta por um modelo regulatório repousa em maior escala na influência do que na coação, uma vez que o uso de estratégias regulatórias baseadas no comportamento, além de prometer a preservação da escolha do agente, propicia redução considerável na assimetria de informações existente entre o Estado e os agentes (ALEMANNO, SPINA, 2014, p. 437).

Surge, como consequência desta concepção, a teoria do paternalismo libertário.

Segundo Costa, trata-se de conceito “caracterizado pela rejeição do sistema de regulação baseado no comando e controle, consistindo na formulação de políticas preservadoras da liberdade de escolha” (2017, p. 99).

Apesar de parecerem conceitos contraditórios, *a priori*, a conjugação de paternalismo e libertarianismo coaduna com o pleito de que “atitudes paternalistas, que não cerceiam a liberdade de escolha, mas apenas induzem uma certa escolha, não implicam violações de direitos individuais e, conseqüentemente, não são incompatíveis com a teoria libertária” (SUNSTEIN, THALER, 2003, p. 5, apud ROCHA, GALUPPO, 2015, p. 139).

Em outras palavras, o propósito desta abordagem reside no fato de que, apesar de o Estado interferir nas escolhas individuais dos agentes econômicos, esta interferência ocorre sem que sejam violadas as suas liberdades pessoais, uma vez que ocorreria por meio de políticas planejadas e não coercitivas. Assim, o paternalismo libertário pretende

conduzir as escolhas das pessoas, no intuito de melhorar suas vidas (paternalismo), [insistindo] em preservar a liberdade de escolha (libertário), permitindo que as pessoas facilmente (com um custo muito baixo) possam evitar as operações paternalistas. (ROCHA, GALUPPO, 2015, p. 141).

⁹ Segundo explicita Costa, a economia comportamental estaria associada “ao estudo do processo de decisão humana” (2017, p. 97).

Seguindo esta lógica, e compreendendo a necessidade do agente em emitir análise seguindo a temática do custo-benefício, o paternalismo libertário propõe a aplicação de um modelo regulatório baseado em “*nudges*”.

De maneira geral, os “*nudges*” refeririam-se à intervenção realizada pelo Estado com o fito de estimular comportamentos nos cidadãos.

Importa esclarecer que, apesar de compreender a ineficácia da legislação no combate aos crimes de corrupção quando utilizada de maneira isolada, este trabalho não propõe que a utilização de estímulos comportamentais seja um substituto às normas vigentes, mas que, a partir do seu poder de influência sobre as decisões dos agentes, seja capaz de desincentivar os referidos ilícitos, desaprovados social e legalmente.

Nesse quesito, os *nudges* trabalhariam como alternativa sólida para a prevenção da corrupção no Brasil, uma vez que atuariam como lembretes e alertas morais no combate à corrupção¹⁰.

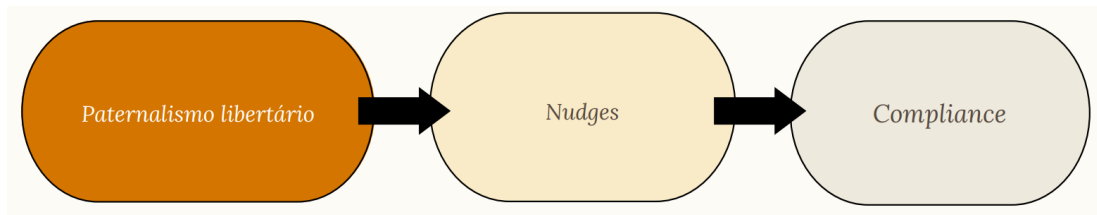
Noutras palavras, os *nudges* utilizam a tese de que os cidadãos são dotados de uma racionalidade limitada e guiados pelo fator moral e ético, que, de maneira ampla, quando somados à “diminuição da discricionariedade administrativa, [ao] reforço da fiscalização, [à] instituição de práticas de transparência e [ao] fortalecimento dos órgãos de monitoramento e controle” (COSTA, 2017, p. 104), são importantes aliados no combate anticorrupção.

Nessa senda, traduzindo estes termos para um contexto corporativo e empresarial, não seria demasiado propor a aplicação de estímulos comportamentais aos agentes por meio de um forte componente dos *nudges*: o *compliance*, que, assim, se proporia:

¹⁰ Interessante citar que, em pesquisas conduzidas pelo professor de psicologia e economia comportamental Dan Ariely (2012), pediu-se aos participantes de um teste que, antes de iniciar a realização de uma tarefa, recordassem os 10 mandamentos bíblicos. Observou-se, ao final dos estudos, que houve considerável redução das trapaças entre aqueles aos quais era pedido a citação dos mandamentos do que entre aqueles que não eram estimulados moralmente. Para Ariely (2012), experimentos como este revelam que lembretes morais tencionam nossa disposição para evitar trapaças e comportamentos desviados da ética e da moral, figurando como mecanismos importantes de construção da honestidade.

Cite-se, ainda, o Relatório *Mind, Society and Behavior*, do *World Bank* (2015). Relata Costa que, na Índia, “uma organização não governamental criou cédulas de ‘zero rúpia’ (*zero rupee*), com a declaração ‘eu prometo não aceitar nem dar um suborno’, a fim de que as pessoas as distribuíssem quando fossem submetidas a solicitações de suborno. Numa das situações, um oficial ficou tão atordoado ao receber a nota, que devolveu todo o dinheiro antes pedido para fornecer eletricidade a uma aldeia” (2017, p. 102).

Figura 1 – O modelo regulatório dos *nudges*



Fonte: elaborada pela autora.

II. ASPECTOS GERAIS E NORMATIVOS DO *COMPLIANCE*

2.1. Breves acenos conceituais do *compliance* e seus desdobramentos: governança corporativa e programas de integridade

Fiando-se ao conceito popularizado e amplamente difundido no meio empresarial, *compliance* refere-se à utilização de ferramentas voltadas ao cumprimento da missão, visão e valores de uma empresa. Assim, não se trataria de um cumprimento meramente formal de regras e disposições normativas, mas da aplicação constante dos padrões éticos e morais esperados de uma companhia, ou seja, “a linha mestra que orientará o comportamento da instituição no mercado em que atua, bem como a atitude dos seus funcionários” (CANDELORO, RIZZO, PINHO, 2012, p. 30).

Desse modo, *compliance* deriva do latim “*complere*”, traduzida pela autora Marcella Blok como “vontade de fazer o que foi pedido, ou de agir ou estar em concordância com as regras, normas, disposições legais e condições” (2020, p. 19). No inglês, o termo advém da expressão “*to comply*”, aludindo à importância de cumprir, executar, obedecer, observar e satisfazer o que foi imposto (PEREIRA, 2008, p. 51).

Importante destacar que a intenção do *compliance* não comunga do pensamento de estar “*by the book*”, ou seja, fechar-se somente às regras impostas pela legislação; mas de incorporar os princípios de integridade e valores éticos esperados pela instituição corporativa.

A idealização por trás do termo *compliance* assegura que uma empresa, ao cumprir os preceitos legais, morais e éticos, evite imbróglis administrativos na seara regulatória, de modo a preservar a sua reputação, seus balanços financeiros e a sua imagem perante a sociedade. Por isso,

[a] observância das normas de cuidado – através de um sistema de *compliance* estruturado – é o instrumento que assegura a proteção da empresa e de seus dirigentes da prática de delitos e da colaboração com agentes criminosos, minimizando os riscos de responsabilidade penal e de desgastes perante a opinião pública (BLOK, 2020, p. 20).

Nesse sentido, o Guia “*Compliance à Luz da Governança Corporativa*”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), esclarece que a expressão é entendida como “a busca permanente de coerência entre aquilo que se espera de uma organização – respeito a regras, propósito, valores e princípios que constituem sua identidade – e o que ela de fato pratica no dia a dia” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2017, p. 8).

Importa esclarecer, a partir deste ponto, conceitos comumente traduzidos como sinônimos, mas que guardam condições distintas e diferenciadas: ***compliance***, **governança corporativa** e **programas de integridade**.

Como visto, ***compliance*** traduz-se em um “conjunto de regras e processos que buscam entender os riscos a que uma organização está submetida e suas implicações possíveis, além de outras formas de mitigá-los” (LEGAL ETHICS COMPLIANCE, 2019). Ou seja, trata-se da junção de processos interdependentes com o fito de concretizar o sistema de governança corporativa dentro de uma organização.

Assim, o termo ***compliance*** parece abranger de maneira ampla uma ideia, um propósito, uma proposição voltada à ética e aos valores morais, os quais serviriam de base para a composição da **governança corporativa** de uma empresa.

Esta última, por sua vez, refere-se especificamente a um sistema de direção, monitoramento e incentivo às instituições corporativas, “envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 20).

Noutras palavras, a governança corporativa consistiria em um conceito mais específico e mais concreto de aplicação do ***compliance*** nas empresas, uma vez que propõe, de imediato, que estas sejam dirigidas e monitoradas por meio de princípios éticos e morais.

Segundo Carlos Portugal Gouvêa, a governança seria, de fato, “um microcosmo” da evolução dos governos, visto que envolve a coordenação de indivíduos e recursos em direção a objetivos específicos, estabelecendo estruturas, sistemas e

mecanismos para garantir a responsabilidade, a tomada de decisões e a proteção dos interesses dos acionistas (2013, p. 23-24).

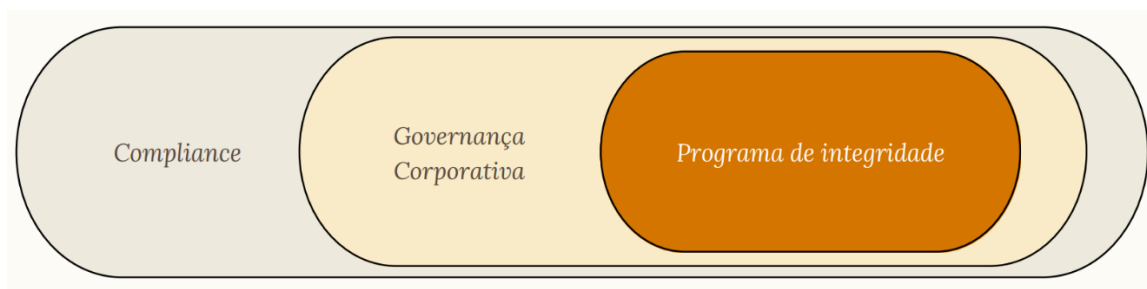
Nesse ponto, introduz-se o conceito de **programas de integridade** como a concretização do *compliance* ao cotidiano de uma empresa: diz tratar-se de uma estruturação de procedimentos práticos no ambiente corporativo voltados ao combate à corrupção, fraudes e ilicitudes.

Trata-se, em linhas gerais, de

um documento único que contém, de maneira sistêmica, um conjunto organizado de todas as medidas que devem ser implementadas, em um período, com a finalidade de prevenir, detectar e remediar as ocorrências de quebra de integridade nos órgãos e entidades públicas, aprovado pela alta direção e sob a responsabilidade de uma determinada área (INSTITUTO NACIONAL DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO, 2018, p. 13).

Desse modo, é possível a representação visual da relação entre *compliance*, governança corporativa e programas de integridade da seguinte maneira:

Figura 2 – Representação visual da relação entre *compliance*, governança corporativa e programas de integridade



Fonte: elaborada pela autora.

A partir disto, destaca-se que, apesar de visar estruturar diretrizes bem definidas com o propósito de evitar fraudes e atos de corrupção, o *compliance* “não pretende [...] eliminar completamente a chance de ocorrência de um ilícito, mas sim minimizar as possibilidades de que ele ocorra, e criar ferramentas para que a empresa rapidamente identifique sua ocorrência e lide de forma mais adequada possível com o problema” (MENDES, CARVALHO, 2017, p. 31).

Desse modo, a introdução dos conceitos de *compliance* a uma empresa integra a sua governança corporativa, da qual parte-se a composição de um programa de integridade, ferramenta utilizada no trato de atos ilícitos.

2.2. Aspectos legais e normativos do *compliance* no Brasil e no mundo

A noção de *compliance* foi utilizada, pela primeira vez, em meados de 1913, quando, ante a criação do Banco Central, visava-se constituir um sistema financeiro mais seguro, estável e controlável (PEREIRA, 2008, p. 51). Assim, idealizava-se construir um aparato bancário que cumprisse fielmente as leis, as diretrizes, as normas e os regulamentos internos e externos à instituição.

Desde então, inúmeros são os debates travados com o propósito de edificar normas e leis capazes de regulamentar a estruturação do *compliance* no seio das empresas.

No Brasil, a Lei n.º 12.846¹¹, de 1º de agosto de 2013, é, sem dúvidas, a mais expressiva norma de combate à corrupção, não à toa sendo conhecida como “Lei Anticorrupção – LAC”. Conforme descrito em sua redação, propõe-se à responsabilização objetiva, nos âmbitos civil e administrativo, de empresas que praticam atos lesivos contra a Administração Pública nacional ou estrangeira.

De acordo com o referido Diploma Legal, a corrupção seria verificada quando evidenciados atos lesivos à Administração Pública praticados por pessoas jurídicas, que atentem contra o patrimônio público nacional ou estrangeiro, contra princípios da Administração ou contra os compromissos internacionais assumidos pelo Brasil.

Desse modo, constituem atos puníveis pela LAC: (i) prometer, oferecer ou dar, direta ou indiretamente, vantagem indevida a agente público, ou a terceira pessoa a ele relacionada; (ii) financiar, custear, patrocinar ou de qualquer modo subvencionar a prática dos atos ilícitos previstos nesta Lei; (iii) utilizar-se de interposta pessoa física ou jurídica para ocultar ou dissimular seus reais interesses ou a identidade dos beneficiários dos atos praticados; (iv) fraudar, frustrar ou impedir licitações e processos licitatórios, ou, de alguma forma, obter vantagem ou benefício indevido nos contratos licitatórios firmados com a Administração Pública; e, ainda, (v) dificultar atividade de investigação ou fiscalização de órgãos, entidades ou agentes públicos, ou intervir em sua atuação.

Há quem diga que a insurgência da Lei Anticorrupção no Brasil representou o remate de uma lacuna expressiva na legislação brasileira no que toca às punições por atos de corrupção nos âmbitos civil e administrativo, apesar de que, antes de sua

¹¹ Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências.

vigência, outras legislações esforçavam-se para encaminhar punições aos criminosos, mesmo que na seara penal e administrativo-sancionadora.

Cite-se a esse respeito, o art. 333, do Decreto-Lei n.º 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), que previa a pena de reclusão de 2 a 12 anos e multa àqueles que se envolvessem na prática de corrupção ativa¹². A Lei n.º 8.429, de 2 de junho de 1992 (Lei de Improbidade Administrativa), propunha, ainda, definições de práticas de corrupção para efeitos das punições aplicadas em seu bojo, como, em seu art. 9º, o enriquecimento ilícito e suas hipóteses; em seu art. 10, atos que causarem prejuízos ao erário; e no art. 11, práticas que atentem contra os princípios da Administração Pública.

No entanto, nenhuma destas normas abordava uma responsabilização objetiva dos corruptores, tendo a LAC evidenciado não ser necessário comprovar, para fins de punição da empresa, que os seus dirigentes ou donos tenham praticado os atos com dolo ou culpa. O art. 5º¹³, portanto, determina que a simples comprovação de ação ou omissão dos agentes praticada ou não no interesse ou benefício exclusivo ou não da pessoa jurídica é suficiente para a sua punição.

Interessante notar que no art. 3º, da LAC, previu-se a responsabilização da pessoa física ainda que a pessoa jurídica já tenha sido condenada e punida, indicando a existência de uma responsabilidade individual dos dirigentes, administradores ou qualquer pessoa autora, coautora ou partícipe nos atos ilícitos.

Nesse ínterim, a LAC propõe, ainda, que a existência de um programa de integridade eficaz no bojo da empresa corruptora será tomada como causa de atenuação de penalidades da pessoa jurídica.

Assim, de acordo com o art. 7º, I, os programas de integridade representariam “mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e de aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com o propósito de detectar e sanar desvios, fraudes e atos ilícitos, praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira”.

¹² Art. 333 - Oferecer ou prometer vantagem indevida a funcionário público, para determiná-lo a praticar, omitir ou retardar ato de ofício:

Pena – reclusão, de 2 (dois) a 12 (doze) anos, e multa. (Redação dada pela Lei nº 10.763, de 12.11.2003)
Parágrafo único - A pena é aumentada de um terço, se, em razão da vantagem ou promessa, o funcionário retarda ou omite ato de ofício, ou o pratica infringindo dever funcional.

¹³ Art. 5º Constituem atos lesivos à administração pública, nacional ou estrangeira, para os fins desta Lei, todos aqueles praticados pelas pessoas jurídicas mencionadas no parágrafo único do art. 1º, que atentem contra o patrimônio público nacional ou estrangeiro, contra princípios da administração pública ou contra os compromissos internacionais assumidos pelo Brasil, assim definidos: [...]

Esta previsão representa, sem dúvidas, o proposto por um modelo regulatório que compreende que a aplicação desenfreada de penalidades não cumpre com vigor o seu papel de prevenir e reprimir a prática da corrupção no Brasil.

Ora, como visto alhures, a aplicação de estímulos aos cidadãos pelo Estado, por meio de *nudges*, não descaracteriza a importância de se punir àqueles que violaram normas e determinações legais, mas compreende que, valendo-se de incentivos, comportamentos éticos e morais podem ser adotados pela sociedade e, principalmente, pelo agente economicamente racional.

A constituição de um programa de integridade eficaz no bojo de uma empresa, isto é, que consiga identificar e reprimir práticas de corrupção de maneira imediata, além de constranger a sociedade a buscar combater atos ilícitos, ainda incentiva a aplicação do *compliance* aos seus programas internos. Trata-se, confiantemente, de um verdadeiro ciclo combativo da corrupção.

Antes, porém, da vigência da LAC, centros econômicos e políticos como os Estados Unidos, o Reino Unido e a União Europeia já vinham buscando formas de concatenar mecanismos para prevenir e reprimir a prática de atos de corrupção.

Com vigência a partir de 2011, a *United Kingdom Bribery Act* – UKBA foi incorporada pela legislação britânica para o combate à corrupção.

De maneira geral, a lei anticorrupção britânica prevê a responsabilização de pessoas físicas e pessoas jurídicas pelo cometimento de (i) corrupção ativa de sujeitos públicos ou privados; (ii) corrupção passiva de sujeitos públicos ou privados; (iii) suborno de agentes públicos estrangeiros; e (iv) falhas na prevenção da corrupção (REINO UNIDO, 2010).

Interessante notar que, quanto a este último, eventuais falhas nos programas de integridade das empresas também serão passíveis de penalização, evidenciando a importância dada ao instrumento como meio de prevenção da corrupção.

Na União Europeia, foram consagradas duas importantes Convenções a respeito da corrupção: Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais, concluída em Paris, em 17 de dezembro de 1997, e a Convenção Penal sobre a Corrupção, concluída em Estrasburgo, em 27 de janeiro de 1999.

A partir destas, inúmeras medidas de combate à fraude e à corrupção foram acionadas com o propósito de instituir uma política de “tolerância zero”. Nesse cenário,

a criação do Organismo Europeu de Luta Antifraude – OLAF propunha uma verdadeira união das instituições europeias na luta contra a corrupção.

O OLAF, ainda que parte integrante da Comissão Europeia, configura organismo independente voltado a auxiliar os países do bloco econômico na investigação de casos de fraude e de corrupção. Nisso, segue-se o disposto pelo art. 325, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o qual determina que a Comissão e os Estados-Membros devem comprometer-se a combater fraudes e ilícitos corporativos, de modo a assegurar que seus funcionários se guiem por sistemas de gestão e de controle eficazes.

Nesse seguimento, outros três documentos propõem-se à estruturação de um ambiente corporativo desgarrado de atos ilícitos corruptivos, quais sejam (i) o Relatório de Anticorrupção da União Europeia; (ii) o Guia Prático de Condutas Empresariais destinadas à implementação da ética corporativa, elaborado pela Organização das Nações Unidas – ONU; e (iii) o Pacto Global das Nações Unidas (OLIVEIRA, 2019, p. 2005-2006).

Assim, tomando-se o relatório elaborado pela Comissão Europeia, percebe-se, como evidencia Thiago Oliveira, “uma relação direta entre a corrupção e a efetividade de direitos fundamentais, indicando a corrupção como elemento corrosivo dos direitos fundamentais sociais e o direito de viver em um ambiente livre de corrupção, bem como comprometendo a confiança dos cidadãos em processos democráticos e instituições políticas” (2019, p. 2006).

Por fim, no âmago da legislação anticorrupção dos Estados Unidos não se olvide a *Foreign Corrupt Practices Act – FCPA*¹⁴, ou Lei Americana Anticorrupção, promulgada ainda em meados de 1977, visando, principalmente, recuperar a confiança nos órgãos e funcionários públicos por meio do combate à corrupção consubstanciada no pagamento de propinas e subornos.

Considerada marco regulatório para as iniciativas de combate à corrupção, a FCPA, ao compreender a corrupção como um problema global, que impede o crescimento econômico de um país, estabelece regras e condições direcionadas (i) às empresas de capital aberto nos Estados Unidos ou empresas que possuam a obrigação de realizar reportes periódicos à *Security and Exchange Commission – SEC*; (ii) às

¹⁴ Conforme o *Department of Justice* dos Estados Unidos, a *Foreign Corrupt Practices Act – FCPA* foi promulgada com o objetivo de tornar ilegal para certas categorias de pessoas e entidades a realização de pagamentos a autoridades governamentais estrangeiras para obter ou manter negócios (DEPARTAMENTO JUSTIÇA DOS ESTADOS UNIDOS, 2017).

peças físicas e peças jurídicas norte-americanas ou peças físicas e peças jurídicas que cometam ilícitos em solo norte-americano; e (iii) aos acionistas, funcionários e terceiros, que, agindo em nome de algum dos sujeitos supracitados, venham a praticar atos ilícitos.

De mais a mais, por meio do “*Evaluation of Corporate Compliance Programs*”, a política norte-americana tem se voltado, de maneira cada vez mais intensa, à adequação de mecanismos de integridade corporativa no seio de empresas. Para tanto, invoca questões importantes para se avaliar a força do programa de integridade aplicado no âmbito corporativo, de modo a fazer evoluir não só a performance da companhia, como também do próprio mercado.

Assim, para fins de avaliação do programa de integridade instalado, são tomados como parâmetro o porte da empresa, o setor de atuação, a presença geográfica, o cenário regulatório e demais fatores internos e externos às operações realizadas com outras empresas, que possam, de alguma forma, impactar na cultura de governança instalada¹⁵ (DEPARTAMENTO DE JUSTIÇA DOS ESTADOS UNIDOS, 2020, p. 1).

Percebe-se, ao final, que as legislações anticorrupção, especialmente do Brasil e dos países analisados neste capítulo, tendem, paulatinamente, a fiar-se aos conceitos trazidos pelo *compliance*, de modo a compreender que a adequação dos modelos empresariais aos desígnios de um programa de integridade robusto é meio eficaz no combate à cultura da corrupção.

III. A GOVERNANÇA CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS

3.1. Breves acenos sobre as companhias abertas

As companhias abertas são, nas palavras de Ana Frazão, “o instrumento, por excelência, do capitalismo e da macroempresa, [que possibilitam] a realização de grandes empreendimentos por meio da socialização do investimento e do risco” (2011, p. 71).

¹⁵ Tradução livre para: “*Because a corporate compliance program must be evaluated in the specific context of a criminal investigation, the Criminal Division does not use any rigid formula to assess the effectiveness of corporate compliance programs. We recognize that each company's risk profile and solutions to reduce its risks warrant particularized evaluation. Accordingly, we make a reasonable, individualized determination in each case that considers various factors including, but not limited to, the company's size, industry, geographic footprint, regulatory landscape, and other factors, both internal and external to the company's operations, that might impact its compliance program. There are, however, common questions that we may ask in the course of making an individualized determination.*” (DEPARTAMENTO DE JUSTIÇA DOS ESTADOS UNIDOS, 2020, p. 1).

De acordo com a Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), uma companhia aberta pode ser compreendida como “aquela que tem seus valores mobiliários (ações ou debêntures) admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão” (CVM, 1977, p. 1). Isto é dizer, em outras palavras, que as companhias abertas são assim compreendidas em razão dos estímulos dados como resposta ao mercado de capitais, posto que a intenção primordial é a venda de seus valores mobiliários com o propósito de captar recursos, manter seu crescimento e aumentar, como consequência, a sua rentabilidade.

Inclui-se à lista de valores mobiliários quaisquer valores ofertados publicamente, “quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração” (CVM, 2022), bem como os bônus de subscrição, partes beneficiárias e as notas promissórias.

Em contraposição, consoante o art. 2º, da Lei n.º 6.404/1976, são excluídos do rol de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

No que toca à estrutura organizacional, vale destacar que, conforme a Lei das Sociedades Anônimas, as companhias abertas serão constituídas de uma Assembleia Geral (art. 121 e seguintes) – com poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes a sua defesa e desenvolvimento –, um Conselho de Administração (art. 140 e seguintes) – órgão de deliberação colegiada ao qual compete a administração da companhia e a representação privativa dos diretores –, uma Diretoria (arts. 143 e 144) – responsável pela representação da companhia e a prática de todos os atos que forem necessários ao desenvolvimento e regular funcionamento – e um Conselho Fiscal (art. 161 e seguintes) – dedicado, dentre outras coisas, à fiscalização dos atos dos administradores da companhia, bem como à análise dos seus balancetes e demonstrações financeiras.

Em geral, as companhias abertas são compreendidas como empresas de capital aberto ou Sociedades Anônimas (S.As), diferenciando-se, portanto, das sociedades limitadas, nas quais a responsabilidade de cada sócio é limitada ao *quantum* investido no negócio.

Nas companhias abertas, ao revés, “não tem o sócio [...] responsabilidade pelo pagamento das dívidas da sociedade, caso o patrimônio social não seja suficiente para liquidá-las integralmente” (WALD, 2010, p. 10). Nesse ponto, cumpre evidenciar algumas distinções quanto às categorias de acionistas: (i) responsabilidade dos

fundadores da S.A., quando acionistas; (ii) responsabilidade do acionista minoritário; e (iii) responsabilidade do acionista controlador.

Tratando-se dos fundadores da companhia aberta, quando acionistas, diz-se que estes possuem responsabilidade “no âmbito de suas respectivas atribuições” (WALD, 2010, p. 10), sendo responsabilizados pela inobservância dos requisitos previstos pelo art. 97, §1^o¹⁶, e art. 99¹⁷, da Lei n.º 6.404/1976, no que toca à constituição da sociedade, bem como por atos culposos ou dolosos praticados anteriormente à constituição (art. 92, parágrafo único¹⁸, da Lei n.º 6.404/1976).

No que tange ao acionista minoritário, evidencia-se ser responsável pela integralização do preço das ações subscritas, ou seja, pela incorporação do valor assumido para abertura da empresa, nos termos do art. 106¹⁹, da Lei n.º 6.404/1976. Outrossim, conforme o art. 108, caput e parágrafo único²⁰, da Lei n.º 6.404/1976, o acionista alienante é solidariamente responsável com o acionista adquirente “pelo pagamento das prestações que faltarem para integralizar as ações transferidas” até dois anos a contar da data de transferência das ações.

¹⁶ Art. 97. Cumpre ao registro do comércio examinar se as prescrições legais foram observadas na constituição da companhia, bem como se no estatuto existem cláusulas contrárias à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1º Se o arquivamento for negado, por inobservância de prescrição ou exigência legal ou por irregularidade verificada na constituição da companhia, os primeiros administradores deverão convocar imediatamente a assembleia-geral para sanar a falta ou irregularidade, ou autorizar as providências que se fizerem necessárias. A instalação e funcionamento da assembleia obedecerão ao disposto no artigo 87, devendo a deliberação ser tomada por acionistas que representem, no mínimo, metade do capital social. Se a falta for do estatuto, poderá ser sanada na mesma assembleia, a qual deliberará, ainda, sobre se a companhia deve promover a responsabilidade civil dos fundadores (artigo 92).

¹⁷ Art. 99. Os primeiros administradores são solidariamente responsáveis perante a companhia pelos prejuízos causados pela demora no cumprimento das formalidades complementares à sua constituição.

¹⁸ Art. 92. Os fundadores e as instituições financeiras que participarem da constituição por subscrição pública responderão, no âmbito das respectivas atribuições, pelos prejuízos resultantes da inobservância de preceitos legais.

Parágrafo único. Os fundadores responderão, solidariamente, pelo prejuízo decorrente de culpa ou dolo em atos ou operações anteriores à constituição.

¹⁹ Art. 106. O acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.

§ 1º Se o estatuto e o boletim forem omissos quanto ao montante da prestação e ao prazo ou data do pagamento, caberá aos órgãos da administração efetuar chamada, mediante avisos publicados na imprensa, por 3 (três) vezes, no mínimo, fixando prazo, não inferior a 30 (trinta) dias, para o pagamento.

§ 2º O acionista que não fizer o pagamento nas condições previstas no estatuto ou boletim, ou na chamada, ficará de pleno direito constituído em mora, sujeitando-se ao pagamento dos juros, da correção monetária e da multa que o estatuto determinar, esta não superior a 10% (dez por cento) do valor da prestação.

²⁰ Art. 108. Ainda quando negociadas as ações, os alienantes continuarão responsáveis, solidariamente com os adquirentes, pelo pagamento das prestações que faltarem para integralizar as ações transferidas.

Parágrafo único. Tal responsabilidade cessará, em relação a cada alienante, no fim de 2 (dois) anos a contar da data da transferência das ações.

Não obstante, o acionista minoritário possui responsabilidade pela formação do capital social da companhia aberta, tanto em caso de contribuição de bens quanto tratando-se de crédito (art. 10, caput e parágrafo único, da Lei n.º 6.404/1976²¹).

Sobre o acionista controlador, evidencia-se que a Lei n.º 6.404/1976 determina que será civilmente responsabilizado por todos os danos causados em decorrência de atos abusivos (art. 117, caput).

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, haverá abusividade de conduta pelo controlador quando este (i) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, bem como favorecer outra companhia em prejuízo dos acionistas minoritários; (ii) promover liquidação de companhia próspera, proceder com modificação em sua estrutura com o propósito único de angariar vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos funcionários da empresa ou dos investidores da companhia; (iii) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham como finalidade garantir o interesse da companhia; (iv) encargar administrador ou fiscal inapto, moral ou tecnicamente; (v) induzir administrador ou fiscal a praticar atos ilegais ou a descumprir seus deveres previstos em Lei e/ou no estatuto; (vi) contratar com a companhia, diretamente ou por meio de outrem, ou de sociedade, em condições de favorecimento pessoal ou não equitativas; (vii) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia fundada em suspeita de irregularidade; e (viii) subscrever ações, com o fito de aumentar o capital social, valendo-se de bens estranhos ao objeto social da empresa.

Quanto à responsabilidade do acionista controlador indireto²² ou “*holding* de 2º grau”, leciona o professor Arnaldo Wald (2010, p. 11) que aquela não foi analisada pela Lei das Sociedades Anônimas, o que não impediria que, tomando-se por base a “*disregard doctrine*”, fosse possível a desconsideração da personalidade jurídica para atingir o controlador indireto.

²¹ Art. 10. A responsabilidade civil dos subscritores ou acionistas que contribuírem com bens para a formação do capital social será idêntica à do vendedor.

Parágrafo único. Quando a entrada consistir em crédito, o subscritor ou acionista responderá pela solvência do devedor.

²² Conforme explicitado por Gabriela Coelho (2019), o acionista controlador indireto figura, normalmente, na condição de “pessoas jurídicas que não detenham participação societária na fonte pagadora brasileira, e sim participação indireta do controle por intermédio de outras pessoas jurídicas (nacionais ou estrangeiras).” Desse modo, verifica-se que o controlador indireto possui “participação societária em uma empresa que, por sua vez, tem participação societária na empresa em questão, ou seja, ele a controla de forma indireta, na medida em que controla uma empresa que poder de decisão sobre ela” (COELHO, 2019).

De mais a mais, no exercício do seu direito de voto, tanto o acionista minoritário quanto o acionista controlador serão civilmente responsabilizados pelas perdas e danos causados com abuso de poder, nos exatos termos do art. 115, da Lei n.º 6.404/1976²³.

Conforme o dispositivo, o direito de voto pelos acionistas deve ser exercido visando, em primeira instância, o interesse da companhia, de modo a evitar danos a sua conjectura ou que gerem aos acionistas qualquer tipo de vantagem ilícita ou indevida que venham, além de prejudicar a companhia, causar imbróglis aos demais acionistas.

Salienta-se, ainda no tocante ao direito de voto, que deliberações tomadas em decorrência de voto de acionista que possua interesse conflitante com a companhia são anuláveis, podendo o acionista responder por eventuais danos causados e por transferir para a empresa todas as vantagens que tiver auferido (WALD, 2010, p. 12).

Ademais, em conformidade com o Diploma Legal supracitado, com a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976²⁴, e com as regulamentações propostas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, as companhias abertas devem pautar-se por determinados requisitos, de modo a proporcionar às empresas e ao mercado uma maior transparência e eficiência.

Veja-se que, segundo o Ofício Circular/Anual-2022-CVM/SEP, que apresenta orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas, as empresas devem guiar-se de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, “visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e a aplicação de multas cominatórias e de penalidades” (CVM, 2022, p. 1).

Nesse quesito, impera pontuar que a definição de parâmetros éticos e morais às companhias abertas é, sem dúvidas, importante ferramenta para a construção de uma maior confiabilidade, convicção e integridade não só da empresa como do próprio mercado. Contudo, como visto alhures, a proposição isolada de comandos normativos esvazia o sentido de um modelo regulatório que se proponha a, efetivamente, combater crimes de corrupção.

²³ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

²⁴ Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Diante disso, incentivar que as empresas se aliem aos comandos de uma governança corporativa estruturada e coerente por meio de estímulos, como a atenuação de penalidades e a redução de multas, concretiza a noção de Frazão (2018) de que, assim como não se pode conceber os homens totalmente como anjos, não serão, com extrema certeza, “demônios, insensíveis ao meio social, aos valores comunitários e às outras pessoas”, posto que a sua racionalidade limitada, por vezes, responde a estímulos que, confiantemente, podem ser concedidos por um modelo regulatório pautado pela compreensão comportamental do indivíduo.

3.2. A governança corporativa no âmbito da companhia aberta: estímulos e benefícios decorrentes da sua adoção

Se, por um lado, a partir do século XIX, as companhias abertas observaram um considerável incremento em suas atividades e, como consequência, passaram por um acelerado agigantamento tanto interno quanto externo, por outro, o Estado precisava encontrar maneiras cada vez mais efetivas de contenção do poder econômico destas empresas, como as legislações em defesa da concorrência, a exemplo do famoso *Sherman Act* norte-americano, de 1890 (FRAZÃO, 2011, p. 72).

Esta atuação estatal, como aponta Frazão, dava-se em grande medida, visando corrigir distorções de mercado e proteger os consumidores, diretamente afetados pelas práticas adotadas pelas companhias (2011, p. 72).

Desse modo, já se percebia a importância em garantir não só aos *shareholders*, isto é, aos acionistas da companhia, condições de controle e ingerência mais transparentes e institucionalizados, como também aos *stakeholders*, ou grupos de pessoas ou de organizações interessadas no desempenho da companhia, que usufruíssem dos benefícios sociais da empresa.

Para Frazão, dentre as abordagens de análise de uma companhia aberta, encontra espaço a noção de que serviria como “núcleo social que, mais do que atender às necessidades básicas do homem, tem importante papel como formador de opiniões, definindo preferências e estilos de vida”, cumprindo, também, com o propósito de figurar como “organização criadora de empregos, bem-estar dos trabalhadores e dos consumidores, riquezas e recursos para tributação” (2011, p. 72).

Não à toa, o jurista brasileiro Fábio Konder Comparato identifica que “a disciplina da sociedade anônima constitui, atualmente, o autêntico ‘direito constitucional’ da atividade econômica, no setor privado” (2005, p. 16).

Diante disso, observa-se que, como visto alhures, a governança corporativa, ou, mais especificamente, o *compliance*, ingressa nas companhias abertas com o propósito de otimizar o seu desempenho ao mesmo tempo em que confere transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002, p. 1), permitindo ao Estado um modelo regulatório regulado pelos próprios particulares.

A partir disso, é cediço que o ato de investir em algo é, na maioria das vezes, executado quando o objeto do investimento mostra-se plenamente eficaz, potencial de produzir resultados positivos e livre de embargos.

Ao tratarmos de valores mobiliários, todavia, nem sempre será possível garantir que toda uma operação de investimento será plenamente segura e controlada. Isto porque o mercado, em razão de sua constante variação e volatilidade, expressa-se por meio de riscos, que, diante de causas externas, podem desenvolver inúmeros efeitos adversos às empresas e aos investidores.

Assim, risco de mercado pode ser definido como “a incerteza a respeito dos lucros de uma instituição financeira, resultante de mudanças de condições de mercado, tais como o preço de um ativo, taxas de juros, volatilidade de mercado e liquidez” (SAUNDERS, 2000, apud SOUZA, 2017, p. 42).

Conforme explicita a Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, “quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento” (2002, p. 1). Ou seja, muito além dos riscos advindos do próprio mercado, as companhias, especialmente abertas, podem oferecer múltiplas condições que, além de causarem prejuízos àqueles que investem em seu capital, ainda geram desgastes a todo o mercado.

Nesse quesito, apesar da natural suscetibilidade das companhias abertas aos riscos de mercado, é possível que, a partir de determinados padrões de conduta, práticas bem delimitadas e estímulos éticos e morais, haja certa neutralização da possibilidade de que resultados e efeitos negativos venham a atingir a empresa e seus investidores.

Nisto, além da possibilidade de que sejam oferecidas atenuações nas penalidades dadas a uma empresa pela prática de atos de corrupção caso esta venha a comprovar que seguia um programa de integridade estruturado e bem definido, como

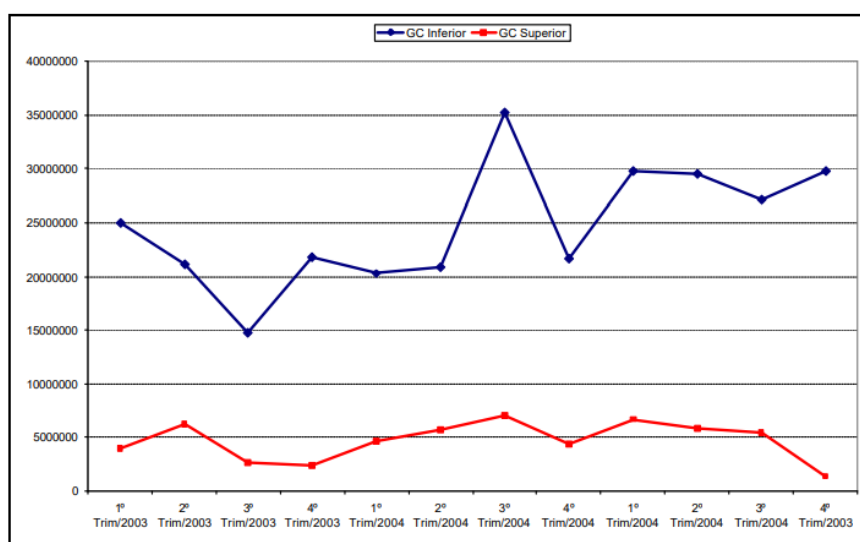
visto anteriormente, pode-se dizer que a adoção da governança corporativa por companhias abertas permite a estas, acima de tudo, uma cultura de conformidade voltada à melhoria dos resultados internos.

Ora, não seria demasiado supor, ou até mesmo visualizar, que acionistas buscam comprar ações de companhias que se mostram comprometidas com boas práticas de integridade, éticas e morais.

Outrossim, implementar um bom programa de integridade no âmbito da companhia aberta proporciona um melhoramento comprovado na tomada de decisões, posto que permite o acesso rápido às informações internas da empresa e uma boa comunicação entre acionistas, que se valem da transparente e fácil disponibilização de documentos, por exemplo.

Pontue-se, igualmente, segundo os pesquisadores Pablo Rogers e José Roberto Securato, que, ao analisar empresas entre os anos de 2003 e 2004, “o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa” (2007, p. 2). Confira-se:

Figura 3 – Fluxo de caixa líquido para cômputo do custo de capital e retorno do investimento do mercado de empresas com práticas de governança corporativa superiores e inferiores



Fonte: ROGERS; SECURATO, 2007, p. 13.

Desse modo, percebe-se que guiar-se por práticas de governança corporativa permite à empresa uma reputação coerente, estável e confiável, haja vista ser tida como capaz de reduzir eventuais imbróglios advindos da prática de corrupção interna ou, ainda, de riscos mercadológicos.

É cediço, nessa linha, que um efetivo programa de integridade permite à companhia aberta manter a estabilidade ainda que crises e situações adversas venham a atingi-la. Isto se dá, em maior medida, em razão da possibilidade de que seus diretores e administradores tomem decisões mais acertadas e objetivamente estratégicas.

Nessa seara, percebe-se que o sucesso de uma companhia aberta está diretamente relacionada às práticas tomadas internamente, de modo que quanto mais focada em superar erros, imprecisões e desvios éticos e morais, maiores as chances de se destacar no mercado, posto que os riscos assumidos por acionistas e investidores serão menores em comparação a empresas que deixam de investir em governança corporativa.

3.3. A modelação da governança corporativa nas companhias abertas sob a perspectiva do Direito Societário: Lei n.º 6.404/1976 – Lei das Sociedades Anônimas²⁵ e Lei n.º 11.101/2005 – Lei de Recuperação e Falência de Empresas²⁶

Conforme delineado em outras oportunidades neste trabalho, no âmbito do Direito Societário, a governança corporativa foi agregada para atender a uma finalidade bastante clara: evidenciar que a sociedade anônima não é “um mero instrumento de produção de lucros para satisfazer os seus investidores” (FRANÇA, 2014, p. 124), indo muito além, tendo por propósito o cumprimento de sua função social, o cuidado com os interesses dos acionistas, dos funcionários da empresa e da comunidade presente ao redor da companhia.

No centro desta responsabilidade, a legislação societária encarga o acionista controlador como figura essencial para que a companhia possa, efetivamente, realizar o seu objeto e cumprir com a sua finalidade.

Assim, conforme o art. 116, da Lei das Sociedades Anônimas, o acionista controlador possui “deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da

²⁵ Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

²⁶ Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Deve-se considerar, portanto, que o acionista controlador trabalha em prol dos direitos essenciais dos acionistas minoritários, de modo a concretizar àqueles direitos previstos pelo art. 109, da Lei das Sociedades Anônimas, isto é, (i) a participação nos lucros sociais; (ii) a participação no acervo da companhia, em caso de liquidação; (iii) a fiscalização da gestão dos negócios sociais; (iv) a preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) a retirada da sociedade nos casos previstos em lei.

Sobre os funcionários da companhia, o acionista controlador deve garantir que seja adotada uma “política de recursos humanos voltada à valorização social de sua principal força, as pessoas, [mantendo] programas e políticas sociais que visam à preservação, defesa e ampliação dos direitos humanos e da justiça social” (FRANÇA, 2014, p. 129).

Ora, a aplicação de uma governança corporativa efetiva sobre uma companhia aberta permite a esta identificar que o bem-estar de seus colaboradores é, igualmente, o bem-estar da empresa, de modo que ações voltadas ao aprimoramento de seus funcionários cumprem a noção de que “pessoas exercendo de forma mais satisfatória e equilibrada as suas atividades, esta satisfação no trabalho vai se refletir em uma maior qualidade no desempenho de suas funções e certamente fará com [que] a empresa tenha resultados mais satisfatórios em sua lucratividade” (FRANÇA, 2014, p. 129).

A comunidade, na mesma linha, deve ser abrangida pelos benefícios advindos da prática da governança corporativa. Se as empresas, em especial as companhias abertas, são tidas como principais agentes do desenvolvimento econômico do país, no que toca aos avanços tecnológicos e à geração de recursos (FRANÇA, 2014, p. 129), nada mais justo do que compreender que aquelas também possuem responsabilidade centrada no meio ambiente e na sustentabilidade²⁷.

²⁷ De acordo com Mônica Maria de França (2014, p. 130), ações como “exploração de recursos vegetais de floresta de forma controlada, garantindo o replantio quando necessário; preservação total de áreas verdes não destinadas à exploração econômica; exploração dos recursos minerais de forma controlada, racionalizada e com planejamento, uso de fontes de energias limpas e renováveis a fim de diminuir o consumo de combustíveis fósseis, conseqüentemente a poluição do ar; ações que visem ao incentivo e à produção de alimentos orgânicos”, bem como a prática de reciclagem e marketing verde, possibilitam a criação de “processos empresariais [...] ecologicamente corretos”, permitindo, ainda, a utilização de

Para tanto, de modo a concretizar os interesses dos acionistas, dos colaboradores internos e da comunidade em geral, deve-se garantir que a companhia aberta esteja alicerçada a um verdadeiro “ativismo societário”.

Ora, apesar de constituir uma abstração, a assembleia geral de acionistas expressa-se como “o órgão supremo e soberano da sociedade anônima, [onde] são examinados, debatidos e decididos o passado – o que foi feito e se foi bem feito – e o futuro – o que fazer e como e quando fazer – das atividades e negócios sociais” (LOBO, 2007, p. 204).

Assim, com o propósito de se evitar o “fenômeno do absenteísmo dos acionistas”, ou seja, o não comparecimento dos acionistas às assembleias – seja pela confiança cega na administração, seja pela insatisfação com a desvalorização das ações, que, por consequência, leva à migração para investimentos mais rentáveis (LOBO, 2007, p. 204) – a Lei das Sociedades Anônimas propõe mecanismos para a sua convocação e exitosa instalação.

Consoante o art. 124, II, a primeira convocação da assembleia geral deve ocorrer com 21 (vinte e um) dias de antecedência, reservando-se 8 (oito) dias antes para uma segunda convocação, caso não se atinja o quórum mínimo para instalação.

Sobre isso, o art. 125 determina que, para instalação da assembleia geral, o quórum deve ser de $\frac{1}{4}$ do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, ou seja, 25% do capital votante.

Além disso, para a verificação de presença do acionista, este deve firmar seu nome, nacionalidade e residência em uma lista de assinaturas, indicando a quantidade, a classe e a espécie das ações de sua titularidade.

Percebe-se, assim, que a arquitetura projetada pela Lei das Sociedades Anônimas não só pretende definir maneiras mais estruturadas para a organização das companhias abertas, como também permitir a redução de conflitos societários por meio da assunção de práticas que ajudem a “recuperar e garantir a confiabilidade das sociedades, [...] evitando-se assim diversos fracassos empresariais como abusos de poder, erros e fraudes” (FRANÇA, 2014, p. 121).

Nesse segmento, imperativo pontuar a importância dada à governança corporativa também pela Lei n.º 11.101/2005, conhecida como Lei de Recuperação e Falência de Empresas (LRF).

uma “tecnologia limpa, matéria-prima sustentável e gestão de resíduos, a fim de haja harmonia entre economia e meio ambiente”.

Segundo o princípio da preservação da empresa, a falência de companhias causa efeitos nefastos a toda uma sociedade. Dentre eles, não seria demasiado citar o “desabastecimento de produtos ou serviços, a diminuição na arrecadação de impostos e, dependendo das circunstâncias, a paralisação de atividades satélites” (SCHELLES, 2009, p. 7), bem como a possibilidade de inúmeros abalos econômicos e políticos ao país.

Por isso, importa que as dificuldades econômico-financeiras de uma empresa viável sejam devidamente tratadas, haja vista que a criação de um sistema falimentar eficaz importa na continuidade e aperfeiçoamento tanto do sistema empresarial quanto concorrencial.

Para tanto, o que se percebe é que, ao estruturar um processo falimentar para as companhias abertas, a LRF buscou conceber que a governança corporativa objetiva, em última análise, gerar um verdadeiro sentimento de confiança não só em investidores e acionistas, mas também na sociedade em geral. Por esta razão, ao se submeter a um processo falimentar, uma companhia aberta cercada por valores e princípios éticos “terá mais sucesso [...] em conseguir investimento e a confiabilidade de novos investidores na finalidade de superar a crise” (TEBAR; OLIVEIRA, 2009, p. 15).

Dessa maneira, “novos investidores [...] assumiriam um risco de aplicação em uma empresa recuperanda pautados na confiança que tem pelo trabalho realizado por aquela empresa” (TEBAR; OLIVEIRA, 2009, p. 15), confiança esta que somente poderia ser concretizada por meio da governança corporativa. O reverso também seria válido, ou seja, empresas desprovidas de uma estruturação diferencial, acertada pela governança corporativa, encontra óbices mais robustos para a obtenção de investimentos, posto que não têm como incremento a confiança de investidores.

Dito isto, importa evidenciar que a base de uma recuperação judicial está em, segundo o autor Luiz Leonardo Cantidiano, conceber “o exercício legítimo do poder de controle de uma sociedade”, cuja finalidade centra-se, definitivamente, na otimização do “desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como empregados, investidores e credores” (2005, p. 11-12). Por isso, é importante que alguns elementos do processo falimentar estejam devidamente instaurados: (i) a assembleia de credores; (ii) o comitê de credores; (iii) a administração judicial; e (iv) o plano de recuperação judicial.

Como leciona Fábio Ulhôa Coelho, a assembleia de credores pode ser definida como

o órgão colegiado e deliberativo responsável pela manifestação do interesse ou vontade predominantes entre os que titularizam crédito perante a sociedade empresária requerente da recuperação judicial sujeitos aos efeitos desta (2008, p. 393).

Nesse sentido, de acordo com o art. 35, I, da LRF, à assembleia de credores são atribuídas as funções de (i) aprovar, rejeitar ou modificar o plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor; (ii) constituir o Comitê de Credores, escolher seus membros e seus substitutos; (iii) deliberar sobre o pedido de desistência do devedor; (iv) deliberar sobre o gestor judicial, quando do afastamento do devedor; (v) deliberar sobre qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores; e (vi) alienar os bens e direitos do ativo não circulante do devedor, que não estejam previstos no plano de recuperação judicial.

Interessante notar que à assembleia de credores foram atribuídas funções de um verdadeiro agente fiscalizador (TEBAR; OLIVEIRA, 2009, p. 8), tendo em vista ter a missão de assegurar que a empresa devedora observará os princípios e valores corporativos com afinco, de modo a garantir a recuperação saudável de suas estruturas internas.

Ato contínuo, apesar de órgão facultativo no processo falimentar, o Comitê de Credores desempenha função bastante relevante em um contexto de aplicação da governança corporativa no âmago da empresa recuperanda. Isto porque, conforme observado por Fábio Ulhôa Coelho, “cabe aos membros desse órgão fiscalizar tanto o administrador judicial como a sociedade empresária em recuperação judicial, antes e depois de concedida esta” (2008, p. 401).

Ainda que angarie, também, uma função fiscalizatória no contexto da recuperação judicial, o Comitê de Credores deve transitar com maior propriedade sobre os trabalhos desempenhados pelo administrador judicial, responsável direto pela observância de valores intrínsecos à governança corporativa: transparência, prestação de contas e equidade²⁸.

²⁸ De acordo com o art. 22, na Recuperação Judicial, o administrador judicial deve zelar por: (i) enviar correspondência aos credores, comunicando a data do pedido de recuperação judicial ou da decretação da falência, a natureza, o valor e a classificação dada ao crédito; (ii) fornecer, com presteza, todas as informações pedidas pelos credores interessados; (iii) dar extratos dos livros do devedor, que merecerão fé de ofício, a fim de servirem de fundamento nas habilitações e impugnações de créditos; (iv) exigir dos credores, do devedor ou seus administradores quaisquer informações; (v) elaborar a relação de credores; (vi) consolidar o quadro-geral de credores; (vii) requerer ao juiz convocação da

Ao final, vê-se que a aplicação dos valores da governança corporativa sobre o plano de recuperação judicial foi categoricamente pensada pela LRF.

Isto porque, a constituição de um projeto sóbrio e coerente com as condições da empresa, pensado para a superação da crise vivida e a quitação de obrigações com os credores, nada mais é do que a preservação da atividade econômica e o cumprimento de sua função social, notadamente por meio do atendimento aos interesses dos credores (COELHO, 2008, p. 419).

Observa-se, ao final, que a aprovação do plano de recuperação judicial e a sua consequente concessão à empresa recuperanda – que se mostra economicamente viável – cumprem aquilo que Gustavo Deucher Brollo e João Leandro Pereira Chaves chamam de “majoração de valor às sociedades” (2020, p. 32), uma vez que recompõe a confiança na empresa em crise, além de melhorar o seu desempenho e “reduzir riscos na atividade e propiciar mais facilidade ao acesso de capital novo” (BROLLO; CHAVES, 2020, p. 32).

Ante o exposto, é evidente que as contribuições societárias aplicadas pela legislação brasileira buscam, progressivamente, eleger mecanismos de estruturação, manutenção e recuperação de companhias abertas que se mostrem economicamente viáveis. Isto, confessadamente, com o propósito de garantir que, além de conquistarem a confiança do mercado, proporcionem a este um maior desenvolvimento, confiabilidade e maturação. Sem dúvidas, ao país, consideráveis benefícios serão observados, sobretudo no que diz respeito à valorização de seu aparato empresarial.

assembleia-geral de credores ou quando entender necessária sua ouvida para a tomada de decisões; (viii) contratar, mediante autorização judicial, profissionais ou empresas especializadas para, quando necessário, auxiliá-lo no exercício de suas funções; (ix) manifestar-se nos casos previstos pela LRF; (x) estimular, sempre que possível, a conciliação, a mediação e outros métodos alternativos de solução de conflitos relacionados à recuperação judicial e à falência, respeitados os direitos de terceiros; (xi) manter endereço eletrônico na internet, com informações atualizadas sobre os processos de falência e de recuperação judicial, com a opção de consulta às peças principais do processo, salvo decisão judicial em sentido contrário; (xii) manter endereço eletrônico específico para o recebimento de pedidos de habilitação ou a apresentação de divergências, ambos em âmbito administrativo, com modelos que poderão ser utilizados pelos credores, salvo decisão judicial em sentido contrário; e (xiii) providenciar, no prazo máximo de 15 (quinze) dias, as respostas aos ofícios e às solicitações enviadas por outros juízos e órgãos públicos, sem necessidade de prévia deliberação do juízo.

3.4. A modelação da governança corporativa nas companhias abertas sob a perspectiva do Direito do Mercado de Capitais: Resolução CVM n.º 44/2021²⁹ e Resolução CVM n.º 78/2022³⁰

Ao tratar do Mercado de Capitais, pode-se compreender que a sua principal função econômica estaria relacionada a “aproximar a parte deficitária, também conhecida como ‘tomadores’, da parte superavitária, ou ‘poupadores/investidores’”, permitindo, como observa Gaspar Oliveira, “a capitalização das empresas, [uma vez que converte] uma série de investimentos de alto risco de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos” (2017, p. 17).

Assim, como avaliado anteriormente, a negociação de ações no mercado mobiliário congrega a noção de risco, posto que “a motivação dos acionistas é a expectativa de lucro, o qual se espera, de maneira geral, ser maior do que a taxa de juros praticada no mercado de crédito” (OLIVEIRA, 2017, p. 17).

Ora, se a expectativa dos acionistas e investidores é que os riscos sejam cada vez mais reduzidos a ponto de reputar a negociação dos valores mobiliários como segura, nada mais justo do que importar às companhias abertas condições que as assegurem uma maior estabilidade, transparência e equilíbrio.

No âmbito do Mercado de Capitais, desse modo, estas condições são diretamente fiscalizadas e regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, “autarquia federal [que] exerce papel central no sistema financeiro nacional” (OLIVEIRA, 2017, p. 24). Para Eduardo Fortuna, a CVM representa um “órgão normativo [...] especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional” (2010, apud OLIVEIRA, 2017, p. 24).

De acordo com a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976³¹, compete à CVM (i) regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas no referido Diploma Legal e na Lei das Sociedades Anônimas; (ii) administrar os registros instituídos pela Lei n.º 6.385/1976;

²⁹ Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007.

³⁰ Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações, e revoga as Instruções CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, nº 349, de 6 de março de 2001, e nº 565, de 15 de junho de 2015.

³¹ Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

(iii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (iv) propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; e (v) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório³².

Em outras palavras, a sua atuação dá-se, resumidamente, sobre (i) a emissão irregular de valores mobiliários; (ii) os atos ilegais de administradores, acionistas controladores e de gestores de carteira de ações; e (iii) o uso de informação relevante ainda não divulgada.

A esses últimos, interessante notar que, conforme o art. 8º, III, da Lei n.º 6.385/1976, deve a CVM cuidar para que a divulgação de informações ao mercado ocorra de maneira equânime e segura aos investidores e acionistas, muito em razão da possibilidade de que informações privilegiadas sejam utilizadas com o propósito de favorecer ou beneficiar determinado agente envolvido no Mercado de Capitais.

Esta prática, de acordo com o Direito do Mercado de Capitais, leva o nome de “*insider trading*”, que, em outras palavras, poderia ser expressa como “a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia” (SCALZILLI; SPINELLI, 2007).

Sabe-se que, no contexto das negociações de valores mobiliários, dois grupos poderiam ser destacados: (i) informações de primeira categoria; e (ii) informações de segunda categoria.

As informações de primeira categoria seriam, em verdade, aquelas mais básicas, adquiridas de maneira pública, sem o viés ilícito. Em outras palavras, as referidas informações encontram-se disponíveis a todos que assim desejarem encontrá-las, seja por meio de periódicos, meios digitais, livros e, até mesmo, pelo estudo mais aprimorado de determinada empresa.

A segunda categoria de informações, no entanto, está caracterizada pela (i) existência de “evento [...] capaz de afetar o preço das ações de uma determinada

³² Vide art. 8º, da Lei n.º 6.385/1976.

companhia” (OLIVEIRA, 2017, p. 32), e, ainda, pela (ii) “real possibilidade de agentes comprarem ou venderem as ações ou outros valores mobiliários antes que a nova informação provoque reflexos no mercado” (OLIVEIRA, 2017, p. 32).

O *insider*, nesse contexto, pode figurar tanto como o indivíduo que possui vínculo imediato com a empresa emissora – como acionistas, diretores, conselheiros ou outros colaboradores –, quanto como profissionais que, apesar de não terem vínculo direto com a empresa emissora, “prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada” (OLIVEIRA, 2017, p. 32).

Encaixam-se, ainda, na qualidade de *insider*, um terceiro grupo: indivíduos que utilizam informações desconhecidas pelo mercado em razão de sua qualidade de investidores de bolsa ou de corretoras de valor (OLIVEIRA, 2017, p. 32).

Nesse sentido, a prática de *insider trading* gera inúmeros desequilíbrios ao mercado, principalmente, em razão da assimetria informacional imposta. E, apesar de ser inerente ao mercado, o referido ilícito pode favorecer, de maneira a causar prejuízos, determinadas partes envolvidas no processo.

Ora, como avaliado alhures, as condições inerentes ao mercado são dotadas de riscos, seja em razão de variações nos preços das ações, seja porque processos internos às companhias possibilitam variações múltiplas nas decisões de investidores. Diante disso, as possibilidades de falhas são inúmeras, razão pela qual, como aponta Gaspar Oliveira, “a própria legislação viabiliza que certas informações sejam mantidas em sigilo quando sua divulgação pode gerar prejuízo às companhias, seja pela exposição aos concorrentes, seja pela imposição de dificuldades em negociações em andamento” (2017, p. 49).

Assim, a ocorrência de assimetria informacional pode gerar, em princípio, um fenômeno conhecido por seleção adversa.

Segundo o economista norte-americano George Arthur Akerlof, agentes com a posse de informações privilegiadas e desconhecidas pelo restante do mercado tenderiam a oferecer preços cada vez mais baixos, prejudicando outros agentes envolvidos, uma vez que conhecem condições que os favoreceriam nas negociações (1970, p. 490).

Nesse quesito, de modo a aparar os prejuízos advindos da prática de *insider trading*, a CVM tem se utilizado de modalidade centrada na governança corporativa, corporificada pela Resolução CVM n.º 44/2021.

De acordo com o seu art. 8º, tratando-se de conhecimento de ato ou fato relevante obtido de maneira privilegiada em razão de cargo ou posição ocupados, devem acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, observar o dever de sigilo até a sua divulgação ao mercado, zelando para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam.

Ademais, de acordo com esta Resolução, a divulgação de informações ao mercado deve ocorrer sob condições especificadas, especialmente quando (i) houver cotação de valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) influir na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários; e (iii) influir na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Ato contínuo, ao analisar a Resolução CVM n.º 78/2022, percebe-se que a divulgação de informações representa ponto sensível nos ditames do órgão regulador. Ao tratar sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações, o Capítulo II da referida Resolução traz regras a serem observadas no trato de informações consideradas relevantes ao mercado.

De acordo com os arts. 4º, 5º e 6º, são responsáveis pela divulgação de informações ao mercado o acionista controlador, a companhia e os seus administradores, devendo agir “com cuidado e diligência para verificar que todas as informações prestadas pelas demais sociedades envolvidas na operação observem a regulamentação aplicável”.

De mais a mais, conforme o art. 3º, para fins do regular exercício do direito de voto dos acionistas, devem as informações divulgadas ao mercado conterem (i) identificação das sociedades envolvidas na operação e descrição sucinta das atividades por elas desempenhadas; (ii) descrição e propósito da operação; (iii) principais benefícios, custos e riscos da operação; (iv) relação de substituição das ações; (v) critério de fixação da relação de substituição; (vi) principais elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio em caso de cisão; (vii) se a operação foi ou será submetida à operação de autoridades brasileiras e estrangeiras; (viii) nas operações envolvendo sociedades controladoras, controladas ou sociedades sob controle comum, a relação de substituição de ações calculada conforme o art. 264, da Lei n.º 6.404/1976;

(ix) aplicabilidade do direito de recesso e valor do reembolso; e (x) outras informações que julgar relevantes.

O que se observa, em síntese, é que a preocupação em conferir publicidade às informações reputadas relevantes ao conhecimento do mercado tem como ponto de partida a importância de importar, segundo os pilares da governança corporativa, mais equilíbrio e transparência, na busca por reduzir consideravelmente os riscos inerentes ao mercado.

Ora, pontue-se que, estando os acionistas e investidores sujeitos a estes riscos, a existência de preocupação pela companhia aberta em corrigir-se e retificar-se por meio de um aparato eficaz de governança corporativa pode ser fator decisivo na compra de ações e realização de investimentos. Uma empresa que pouco ou nada faz em relação à manutenção de sua confiabilidade no mercado não encontraria subsídios suficientes para crescimento e desenvolvimento perante o mercado.

Em síntese, como aponta Oliveira,

o objetivo essencial da regulação e, por conseguinte, da CVM não é eliminar completamente os riscos [do] mercado de capitais, até porque lhe são inerentes, mas sim diminuir os riscos oriundos de comportamentos ilícitos, atos estes que abalam a confiança dos investidores e viabilizam a artificialidade dos preços dos títulos negociados no mercado (2017, p. 25).

E, não somente visando a diminuição de riscos no mercado estaria a preocupação da CVM com a divulgação de informações relevantes: deve-se garantir que estas estejam disponíveis a todos os investidores e acionistas de maneira equânime, de modo a impedir que partes se beneficiem mais que outras no processo de negociação de ações.

É importante ter em mente, portanto, que a modelação do Direito do Mercado de Capitais sob a perspectiva da governança corporativa deve seguir conceitos primordiais de acesso e divulgação de informações consideradas relevantes ao mercado, de modo a prevenir eventuais tentativas de que, por meio do acesso exclusivo, valham-se daquelas para fins ilícitos.

IV. ESTUDO DE CASO: PETROBRAS CONDENADA A INDENIZAR ACIONISTAS POR FALHAS NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES QUANTO À OPERAÇÃO LAVA-JATO

Após o estudo das bases da governança corporativa e o seu desenvolvimento sobre as áreas societária e do mercado de capitais, cuida-se, a partir deste ponto, em analisar caso prático envolvendo uma das maiores empresas estatais brasileiras envolvida em esquema de corrupção, lavagem de dinheiro e pagamento de propina.

Deflagrada ainda em março de 2014, a Operação Lava-Jato representou uma das maiores iniciativas brasileiras na investigação e combate à lavagem de dinheiro (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2023). Com mais de 50 fases, a Operação evidenciou que funcionários da Petrobras cobravam propina de empreiteiras em contratos bilionários superfaturados oferecendo em contrapartida condições facilitadas com a empresa estatal em licitações públicas.

Assim, empreiteiras como a Odebrecht, OAS, Camargo Corrêa, Andrade Gutierrez, Queiroz Galvão, UTC Engenharia, Engevix, IESA Óleo e Gás, Galvão Engenharia, Mendes Júnior e outras, foram articuladas para que, a partir de pagamentos ilícitos à estatal, angariassem benefícios em contratos públicos. Ainda que desejassem não se envolver na prática corrupta, o esquema tornou-se tão institucionalizado no cotidiano da Petrobras, que a opção em contratar com a estatal apenas seria possível por meio do esquema engendrado.

Conforme divulgado pelo Ministério Público Federal (2023), para garantir que o esquema obtivesse êxito, era conveniente às empresas a cooptação de agentes públicos, dentre os quais os funcionários da Petrobras que, “não só se omitiam em relação ao cartel, do qual tinham conhecimento, mas o favoreciam, restringindo convidados e incluindo a ganhadora dentre as participantes, em um jogo de cartas marcadas”.

Não obstante, “segundo levantamentos da Petrobras, eram feitas negociações diretas injustificadas, celebravam-se aditivos desnecessários e com preços excessivos, aceleravam-se contratações com supressão de etapas relevantes e vazavam informações sigilosas” (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2023).

Ou seja, além daqueles funcionários da estatal envolvidos na prática, que atuavam diretamente no favorecimento das construtoras, a omissão de outros quanto aos ilícitos permitiram diretamente que estes continuassem, não à toa o esquema ter durado nove anos, entre 2006 e 2014, quando foi descoberto pela Operação Lava-Jato.

Em avaliação às consequências sofridas pela Petrobras, vislumbra-se que, além do impacto reputacional sobre a estatal – haja vista a associação de imagem com atos de corrupção –, a empresa sofreu considerável redução financeira.

De acordo com o Instituto de Estudos Estratégicos de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis Zé Eduardo Dutra (INEEP), a Petrobras observou decréscimo de 25% sobre o seu montante de investimento. Se, conforme os estudos do INEEP, a “cada R\$ 1 bilhão [de] investimento na Exploração e Produção de Petróleo impacta o PIB brasileiro em R\$ 1,28 bilhão” (FURNO, 2019), imagine-se a cifra impactada quando da revelação do escândalo de corrupção pela Operação Lava-Jato, sobretudo quanto aos empregos e à prestação de serviços de essencial utilização pela população.

Significa dizer, em outras palavras, que o impacto causado à Petrobras e, de maneira geral, à população, representa a expiação de inúmeros danos à economia, ao contexto político à época e às condições sociais do país. Se o entranhamento da corrupção sobre empresas privadas já é fator para o surgimento de expressivas consequências negativas ao país, não seria demasiado afirmar que o envolvimento de uma empresa estatal causaria danos ainda mais contundentes sobre a economia brasileira.

A Petrobras, em especial, comportava não menos que 86.000 funcionários, sendo responsável pelo refinamento de 98% da gasolina consumida no Brasil e por um décimo de todos os investimentos feitos no país (BARCA, 2014). A população foi, concretamente, nocauteada pelo mais diabólico esquema de corrupção instalado no país.

Em território estrangeiro, a estatal ainda precisou arcar com o valor de US\$ 853,2 milhões: “10% como multa criminal para o DOJ, 10% como multa civil para a *Securities and Exchange Commission* – SEC e 80% como pagamentos às autoridades brasileiras” (PETROBRAS, 2021).

Apesar do envolvimento da estatal nos esquemas deflagrados pela Operação Lava-Jato, sabe-se, por óbvio, que a companhia foi mais uma das vítimas dos danos instaurados no país pelas práticas de corrupção. Conforme aponta Juliane Furno,

Essa é a fórmula de desmonte de um país: enfraquecer sua principal empresa estatal, líder mundial na exploração de petróleo em águas profundas; criminalizar sua política de investimento; reduzir os empregos e as encomendas nas empresas fornecedoras e, por fim, atacar um dos poucos setores econômicos nacionais com elevada produtividade e alto desenvolvimento tecnológico. Tudo isso atende aos interesses daqueles que querem um Brasil mais submisso, mais dependente e com reduzida soberania energética e econômica (2019).

Em fácil observação, pode-se perceber que a institucionalização das práticas de corrupção e o enraizamento de uma cultura antiética decorreu de uma brecha bastante significativa nos controles internos da Petrobras.

Para o estudo “O Caso de Corrupção da Petrobras sob a perspectiva do COSO³³ 2013”, “a principal falha de controles é reconhecidamente a quebra do [...] comprometimento ético de alguns membros da alta administração” (NETTO, 2016). A partir disso, segundo pontua Oscar Röcker Netto, “houve espaço para uma série de outras falhas nos demais pilares dos controles internos, tais como problemas na identificação do risco de a direção burlar o sistema ou não agir conforme padrões éticos, bem como no risco de fraude em si, monitoramento deficiente na companhia, irregularidades na contratação de terceiros e comunicação precária ao público externo” (2016).

Ou seja, toda a governança corporativa da companhia estava comprometida em razão das constantes lacunas observadas sobre o seu programa de integridade. Se não inexistente, ao menos consideravelmente precário para uma estatal com o porte da Petrobras.

Nesse sentido caminhou o estudo de Nathália Rezende apresentado ao Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União em 2018, ao identificar que a falta de comprometimento com a integridade e com os valores éticos por parte daqueles que estavam no topo, isto é, daqueles que, de alguma maneira, tivessem algum poder de decisão sobre a companhia (2018, p. 16), foi decisiva para o desenvolvimento do esquema de corrupção.

Em suma, evidenciou-se que, quanto (i) à avaliação de riscos: as “políticas e diretrizes de gerenciamento [...] não faziam menção a riscos relacionados à integridade”; (ii) às atividades de controle: quase a totalidade dos contratos licitatórios

³³ O COSO – ou *The Committee of Sponsoring Organizations* – “é uma entidade sem fins lucrativos, dedicada à melhoria dos relatórios financeiros através da ética, efetividade dos controles internos e governança corporativa” (PORTAL DE AUDITORIA, 2022). Tratando-se de iniciativa privada independente, o COSO propõe-se ao estudo de fatores que podem levar “à geração de relatórios fraudulentos e elaborar recomendações para empresas abertas, para seus auditores, instituições educacionais, para a SEC e outros reguladores” (PORTAL DA AUDITORIA, 2022). A publicação do *Control – Integrated Framework* (em tradução livre: Controles Internos – Um Modelo Integrado), em 1992, a entidade tornou-se referência mundial no estudo e aplicação de controles internos.

Interessante notar, que, quanto ao caso da Petrobras, o estudo “O Caso de Corrupção da Petrobras sob a perspectiva do COSO 2013” evidenciou que os componentes formadores da espinha dorsal dos controles internos, segundo o COSO, foram completamente negligenciados, quais sejam, o ambiente de controle, a avaliação de risco, as atividades de controle, a informação e a comunicação e as atividades de monitoramento (MONTEIRO, 2017).

eram firmados na modalidade convite, o que facilitava que as unidades administrativas da Petrobras direcionassem as contratações para aqueles que estivessem diretamente envolvidos no conluio; (iii) às informações e comunicações: “a empresa deliberadamente ignorou informações que sugeririam que algo estava errado, isto é, *red flags* importantes para a identificação de práticas corruptas; e (iv) às atividades de monitoramento, evidenciando que, apesar de, à época, possuir estrutura para auditoria interna e externa, estes órgãos sequer possuíam o suporte necessário para agirem, sendo completamente negligenciados pela administração da Petrobras.

Ato contínuo, além dos consideráveis prejuízos à companhia citados até então, sobreveio, em meados de 2020, sentença arbitral condenando a Petrobras a indenizar acionistas pela desvalorização das ações em decorrência da Operação Lava-Jato.

O procedimento arbitral, movido pelos fundos de pensão Fundação Petrobras de Seguridade Social – Petros e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ na Câmara de Arbitragem Brasileira (CAM) da B3, tinha por principal pleito o reconhecimento de responsabilidade da empresa estatal pelos prejuízos provocados por atos de corrupção, requerendo, para tanto, que fosse condenada ao pagamento de indenização aos seus acionistas. Isto porque, como visto alhures, com a deflagração do esquema, as ações da Petrobras sofreram drástica queda de valor.

A condenação pelo tribunal arbitral dividiu opiniões. Se, de um lado, os fundos de pensão arguíam o seu direito de ver indenizados todos os prejuízos observados pelas falhas na governança corporativa da companhia, por outro, há quem defenda contrariedade catastrófica da sentença arbitral com a Lei das Sociedades Anônimas, ao consignar que o Diploma Legal responsabiliza os acionistas controladores e os administradores por atos praticados com abuso de poder.

A Petrobras, em defesa, sustenta que, do esquema deflagrado, figurou como vítima, haja vista os inúmeros prejuízos dos quais precisou arcar, seja sob a perspectiva financeira e econômica, seja sob a perspectiva reputacional.

O cenário foi agravado quando, ainda em 2020, a 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro anulou a sentença arbitral entendendo haver irregularidade processual na produção de provas (RODAS, 2020).

A Petrobras, que informara à época da condenação pelo tribunal arbitral que buscava anulação da sentença por “graves falhas e impropriedades, atestadas inclusive

por renomados juristas independentes” (PETROBRAS, 2020), logrou êxito no pedido de impugnação do tribunal arbitral, decidindo a CAM pela sua dissolução e eleição de novos três árbitros para a condução do procedimento (PETROBRAS, 2021).

Com as reviravoltas do caso, os debates a respeito da responsabilidade pelas falhas na governança corporativa se efervesceram no meio jurídico: a responsabilidade por falhas na governança corporativa de uma companhia aberta recaem sobre a própria companhia, sobre o administrador, sobre o acionista controlador ou sobre todos, de maneira solidária?

Nesse ínterim, questiona-se, ainda, se haveria subsídios legais e jurisprudenciais no ordenamento jurídico brasileiro para a condenação da Petrobras pelo Tribunal Arbitral da CAM ou, se a decisão prolatada pelo Juízo do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro agiu com prudência ao anular a sentença arbitral. É, o que, a seguir, se passa a pormenorizar.

V. A RESPONSABILIDADE POR FALHAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS

5.1. Teses para a responsabilidade da companhia por falhas na governança corporativa

5.1.1. As companhias abertas como sujeitos dotados de direitos e deveres e a função social da empresa como princípio norteador: os bônus e os ônus caminham juntos

Inicialmente, cumpre evidenciar que, em razão de sua personificação e autonomia patrimonial, as pessoas jurídicas possuem capacidade não só para celebrar negócios e adquirir direitos, como também no cometimento de atos ilícitos (BARROS, 2021, p. 85).

Sendo a responsabilidade ligada – mas não dependente – ao conceito de obrigação, tem-se que a pessoa jurídica, seja ela de direito público ou de direito privado, está abarcada pelas determinações dos arts. 186³⁴, 187³⁵ e 927³⁶, do Código Civil, que,

³⁴ Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

³⁵ Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

³⁶ Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

em resumo, disporiam a respeito do cometimento de ato ilícito sempre que, por ação ou omissão, violar direito alheio e assim causar-lhe dano, estando obrigada à reparação integral por meio de indenização.

Assim, sem adentrar ao mérito das discussões travadas quanto à responsabilidade penal das pessoas jurídicas, verifica-se que, ao menos na esfera civil, estas manifestam-se como sujeitos, dotados de direitos e deveres, atraindo para si a responsabilidade por quaisquer atos ilícitos e danos que venham a causar a terceiros.

De acordo com o princípio *cuius commoda eius et incommoda*, aquele que possui as vantagens, igualmente possui as desvantagens. Ou seja, “a personificação e a capacidade jurídica permitem que as pessoas jurídicas realizem atos jurídicos e, com isso, adquiram bens e direitos que as permitam desenvolver suas atividades”, mas, da mesma forma, permite que assumam obrigações e deveres ao cometerem atos ilícitos, “incorrendo nas responsabilidades correspondentes” (BARROS, 2021, p. 88).

Nessa senda, as companhias abertas, agindo de maneira comissiva ou omissiva, atraem para si a responsabilidade pela reparação de danos causados a terceiros, de modo que “os bônus e os ônus caminham juntos” (BARROS, 2021, p. 88).

Nessa mesma linha, o art. 47, do Código Civil, dispõe que “obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo”.

Esta linha de pensamento incorre, principalmente, na noção de que a empresa, de um modo geral, deve observar os ditames da justiça social, circunstanciada, dentre outros quesitos, na função social da propriedade³⁷.

Ora, se, conforme as observações constitucionais, “a ordem econômica é ‘fundada na valorização do trabalho e da livre iniciativa’” (FRAZÃO, 2011, p. 193), tendo por finalidade assegurar que todos possuam uma existência digna, não se pode negar a importância de que “o projeto do empresário seja compatível com o igual direito de todos os membros da sociedade de também realizarem os seus respectivos projetos de vida” (FRAZÃO, 2011, p. 193).

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

³⁷ Art. 170, Constituição Federal. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] III - função social da propriedade;

É dizer, noutros termos, que o propósito primeiro da empresa constituída é proporcionar que todos os envolvidos na atividade econômica – sejam eles sócios, empregados, colaboradores e consumidores – observem benefícios com a atividade empresarial desenvolvida, sendo, confiantemente, ressarcidos por quaisquer falhas nestas condições.

Esta noção decorre, notadamente, da estabilidade e segurança buscadas pelo princípio da boa-fé, incorporado, de certa maneira, pela teoria da proteção ao terceiro de boa-fé.

Se, nas palavras de Frazão, “a sociedade anônima é palco natural de conflitos” (2011, p. 204), especialmente em razão dos conflitos de agência envolvendo acionistas, controladores e administradores, nada mais justo do que assegurar aos prejudicados a devida reparação, ainda que, para isso, a própria companhia seja a responsabilizada.

Estes conflitos, sem sombra de dúvida, impõem às companhias abertas certas observâncias imprescindíveis ao exercício justo da livre iniciativa empresarial. Isto, pois, como leciona Frazão, “a função social da empresa tem como desdobramento lógico a necessidade de que a atividade empresarial concretize e tutele os interesses constitucionalmente protegidos, com a vedação ao abuso da livre iniciativa empresarial, que se projeta igualmente sobre o poder de controle e os poderes de administração” (2011, p. 225).

Para Barros, no entanto, “ao se constatar que a sociedade cometeu um ato ilícito [...], estará, ela própria, sujeita às responsabilidades correspondentes, dentre elas, a indenização dos terceiros prejudicados, conforme previsto pelo art. 927, caput, do Código Civil” (2021, p. 89).

Ou seja, estariam as companhias atreladas às obrigações e cumprimento de deveres quando violados, pois são elas que assumem a condição de emissoras de valores mobiliários, assumindo, para tanto, todos os benefícios do ingresso no mercado. Nesse cenário, assumindo os benefícios, devem responsabilizar-se, igualmente, na assunção dos deveres e encargos da atividade empresarial.

A Exposição de Motivos da Lei do Mercado de Capitais n.º 197, de 26 de junho de 1976, identifica que a emissão de valores mobiliários ao mercado objetiva, em última análise, “*obrigar a companhia emissora* a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos” (§19).

Significa dizer que o dever e a responsabilidade pela divulgação de informações ao mercado centra-se na própria companhia, já que, conforme a Lei do Mercado de Capitais, sobre ela recairiam as obrigações correspondentes.

5.2.2. A responsabilidade das companhias abertas na divulgação de informações ao mercado de capitais: os órgãos da pessoa jurídica são apenas órgãos

Como trazido anteriormente no Capítulo 3, a divulgação de informações ao mercado por companhias abertas é fator disciplinado e orquestrado, principalmente, pela Lei das Sociedades Anônimas e pelas Resoluções exaradas pela CVM.

O Código Civil, todavia, também disciplina o assunto ao tratar da responsabilidade civil extracontratual, isto é, da existência de deveres *ex lege*, considerados *lato sensu*, “por imporem uma restrição à vontade dos sujeitos que atingem”, mas, “em sentido técnico, e forma mais específica, [entendidos] na categoria de deveres *stricto sensu*” (BARROS, 2021, p. 33), por não corresponderem necessariamente a obrigações.

Assim como visto alhures, os deveres de informação e transparência posicionam-se como importantes comandos para se assegurar que aqueles envolvidos na relação societária sejam abarcados pelo mínimo de assimetria informacional no mercado.

Os destinatários do regime de transparência seriam, portanto, todos e quaisquer investidores do mercado de capitais, já que, sob uma perspectiva de “acesso público a informações sobre os valores mobiliários” (art. 4º, VI, Lei n.º 4.728/1965), seriam aqueles os titulares destes últimos.

Para aqueles que defendem a responsabilidade da companhia na reparação de prejuízos, os investidores, na condição de titulares dos interesses tutelados no momento da divulgação das informações, são “sujeitos indeterminados e indetermináveis” (BARROS, 2021, p. 34), uma vez que inexistente uma relação jurídica negocial.

Nisso, a despeito dos riscos de mercado já analisados no presente estudo, “o preço dos ativos é influenciado, em alguma medida, pelas informações públicas disponíveis, [concluindo-se] que o comportamento de todos os investidores é, de

alguma forma, afetado pelas informações divulgadas ao mercado” (BARROS, 2021, p. 47).

Desse modo, como visto, os riscos de mercado estão intimamente atrelados à maneira como a companhia executa suas atividades, divulga as informações necessárias e relevantes ao mercado, e gerencia seus funcionários. Sendo os investidores os principais destinatários das informações divulgadas e a companhia a responsável direta pela emissão de valores mobiliários, eventuais falhas informacionais, por óbvio, deveriam atingir àquela a quem foram confiados os respectivos deveres.

Se os bônus e os ônus caminham juntos, ao mesmo tempo em que auferem benefícios da emissão de seus valores mobiliários, uma vez que os lucros e investimentos serão incorporados ao patrimônio da própria companhia, não seria exagerado consignar que a esta restam, também, os ônus de eventual falha.

Em síntese, se caberia, decisivamente, à companhia aberta, a obrigação “de preparar e divulgar informações, verdadeiras, corretas e completas, sem falhas” (BARROS, 2021, p. 37), também àquela devem recair as responsabilidades por sua prestação deficitária.

Há quem acrescente, ainda, que, além de integrarem a relação jurídica do mercado de capitais e estarem, assim, vinculadas aos deveres de transparência, “são as companhias abertas, e não os integrantes de seus órgãos sociais, que mantêm uma relação externa com o mercado e os investidores” (BARROS, 2021, p. 37-38).

Por isso,

[s]eja quando as normas jurídicas imputam os deveres de divulgação de informações expressamente às companhias (imputação direta), seja nas hipóteses em que os atribuem a órgãos sociais ou seus integrantes, nessa qualidade (imputação instrumental), o sujeito passivo primário e direto de tais deveres são as emissoras, por serem próprios à condição de companhia aberta, assumida única e exclusivamente por elas. As pessoas jurídicas, em ambos os casos, atuarão por meio dos integrantes de seus órgãos sociais, conforme suas respectivas atribuições legais e estatutárias – não por isso, contudo, deixarão de ser elas os sujeitos a agir (BARROS, 2021, p. 38).

Ou seja, para esta linha de pensamento, ainda que a legislação discrimine os administradores ou acionistas como agentes que devem observar os deveres de divulgação, isto ocorre, unicamente, em razão de as pessoas jurídicas manifestarem a sua vontade a partir de órgãos encarregados de deliberação e administração.

Muito em razão disso, a noção de que estes órgãos “representariam” a pessoa jurídica mostra-se errônea, já que, como pontua Pontes de Miranda (1970, p. 286), aquela é “presentada” e não “representada”, pois não existiriam duas vontades, mas somente a vontade da companhia. Assim, os seus administradores e controladores não representariam a vontade da companhia, mas, sim, a tornariam presente.

O doutrinador Caio Mário da Silva Pereira, nesse mesmo sentido, discrimina que “as pessoas físicas não são meros intermediários da vontade da pessoa moral ou seus simples representantes, o que pressupõe duas vontades, a do mandante e a do procurador, mas um só, que é a da entidade” (1966, p. 187-188). Isso, pois, a companhia agiria por meio de seu “elemento vivo de contato com o mundo jurídico” (PEREIRA, 1966, p. 187-188).

Assim sendo, os administradores e controladores, como órgãos da companhia aberta, seriam, na visão de Pontes de Miranda, apenas órgãos, “como o braço, a mão, a boca ou os ouvidos humanos”, uma vez que “o ato e a receptividade são da pessoa jurídica” (PONTES DE MIRANDA, 1970, p. 286).

Consentâneo a isso, é possível identificar, sob a perspectiva analisada, que as companhias abertas, ainda que envolvidas pelos atos de seus administradores e controladores, seriam as principais responsáveis pelas falhas que surgissem no âmbito de sua governança corporativa, figurando seus órgãos somente como agentes de “apresentação”.

Não obstante, conforme o art. 109, §2º, da Lei das Sociedades Anônimas³⁸, os acionistas minoritários não poderão ser privados de exigir a concretização de seus direitos por meio de processos e ações, ainda que o estatuto ou Assembleia Geral determinem o contrário.

Ao final, assim, as companhias abertas, a despeito de informações prestadas de maneira incorreta ou deficitária, seriam as verdadeiras responsáveis pelos danos causados aos investidores, uma vez que, colacionando-se as palavras de Pontes de Miranda ao presente estudo, se a pessoa jurídica “teve culpa, ou não, não importa, [pois], se o ato é do órgão e causou dano, contrariando direito, responde a pessoa jurídica” (1970, p. 420).

³⁸ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

5.1.3. A aplicação da tese de responsabilidade da companhia ao estudo de caso da Petrobras

Como detalhado no Capítulo 4, a condenação da Petrobras pelo Tribunal Arbitral da CAM sobreveio da prestação de informações incompletas e falsas ao mercado. Apesar de mantida sob o véu da confidencialidade e do sigilo, sabe-se, por meio de esclarecimentos prestados pela empresa estatal e de notícias em colunas jornalísticas, que a decisão dos árbitros em condenar a companhia decorreu da noção de que esta havia agido de maneira a violar os comandos de sua governança corporativa, por meio do que chamaram de “má conduta da companhia” (PETROBRAS, 2020).

Com isso, muito além das consequências negativas sobre a empresa estatal quando da deflagração do esquema de corrupção, advindas especialmente das perdas financeiras e dos desvios reputacionais, a Petrobras ainda sofreria com a obrigação de pagar vultosos valores a título de indenização aos acionistas que se considerassem prejudicados.

O procedimento arbitral, ora analisado, instaurado a pedido de apenas dois fundos de pensão, poderia ser replicado por outros acionistas que, sob os mesmos pleitos, exigiriam da companhia o pagamento de indenização pela desvalorização nas ações da estatal.

De mais a mais, a Lei n.º 7.913, de 7 de dezembro de 1989, que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, consigna que a omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa, importa na possibilidade de ajuizamento de ação pelo Ministério Público ou pela Comissão de Valores Mobiliários com o propósito de requerer o ressarcimento pelos danos causados aos investidores.

E, ainda que de natureza coletiva, a ação civil pública nestes termos volta-se ao ressarcimento de danos individuais dos investidores.

Não obstante, sob o espectro das teses levantadas, vislumbra-se que a Petrobras, na qualidade de pessoa jurídica, foi apenas “presentada” pelos seus administradores, de modo que as decisões tomadas diziam respeito às próprias decisões da companhia.

Ou seja, adentrando nos entendimentos postulados por Pontes de Miranda e de Caio Mário da Silva Pereira, inexistiram, durante os atos corruptivos praticados, duas

vontades, isto é, a do administradores e a da companhia, mas somente uma, a da própria Petrobras.

Nisso, considerando-se que os bônus e os ônus devem caminhar no mesmo compasso, se houve a perpetração de ilícitos, que beneficiaram a Petrobras, ainda que somente durante o período em que as práticas foram adotadas, aquela deve ser responsabilizada pelos danos causados aos seus acionistas, ainda que a ela reste o direito de requerer o retorno desse valor em ação própria contra os seus administradores e acionistas controladores, como se verá adiante.

5.2. Teses para a responsabilidade do administrador por falhas na governança corporativa

5.2.1. Os atos do administrador incidentes na revogada Teoria dos Atos *Ultra Vires*: a extrapolação dos limites conferidos pela legislação e pelo estatuto da companhia aberta sob o vértice da Teoria da Aparência

Transportando a discussão para a responsabilidade dos administradores da companhia aberta por falhas na governança corporativa, impera evidenciar, desde logo, em complemento ao anteriormente trazido, que a figura da administração em companhias abertas é representada pelos diretores e membros do Conselho de Administração, especialmente.

Todavia, há quem confirme que o referido entendimento não representa qualificação taxativa de indivíduos, visto que poderão gerir a administração de uma companhia aberta aqueles que acumularem a função interna de “organizar, dirigir e conferir o emprego de fatores de produção” (SACRAMONE, 2014, p. 41), bem como a função externa de “implementar as decisões e efetivar perante terceiros os atos compreendidos no objeto social” (SACRAMONE, 2014, p. 41).

Sob essa qualificação, portanto, seria possível enquadrar órgãos como o Conselho Fiscal e a Assembleia Geral, que, de certa forma, também executariam funções de administração da companhia aberta.

A Lei das Sociedades Anônimas, no entanto, consignou que, formalmente, entender-se-á como participantes da posição de administradores aqueles que exercessem uma “direção efetiva e representação” (BULGARELLI, 1983, p. 87) da companhia, sob

um olhar rotineiro de suas atividades. Assim, encaixariam-se na definição proposta unicamente os diretores e os participantes do Conselho de Administração.

A referida “representação” citada por Waldírio Bulgarelli, apesar de atécnica sob os comandos de Pontes de Miranda ao informar a posição de apresentação realizada pelos órgãos sociais da companhia, evidencia uma das principais funções dos administradores: a manifestação das decisões da companhia a terceiros.

Este atributo, contudo, foi conferido pela Lei das Sociedades Anônimas somente aos diretores, que guardariam a competência de figurar na qualidade de “porta-voz” da companhia aberta (SABONGI; HENTZ, 2017, p. 6).

Dessa maneira, conforme Camila Martinelli Sabongi e Luís Antônio Soares Hentz, “os diretores não só administram o negócio social, mas também manifestam a vontade da sociedade” (2017, p. 6).

Esta precisão técnica e jurídica, nas palavras de Pontes de Miranda, faz com a companhia imponha sua autonomia e capacidade de expressar decisões ao mercado e seus acionistas (PONTES DE MIRANDA, 1983), desde que estritamente decorrentes de seu estatuto social ou da legislação vigente, importando na observância acurada daquilo que pode ou não ser praticado pelo administrador.

Em outras palavras, é dizer que a companhia assume a responsabilidade pelos atos praticados pelo administrador quando este, presentando a pessoa jurídica, percorre de maneira estrita os delineamentos dados pela legislação e pelos comandos estatutários da companhia.

Esta disposição pode ser encontrada no art. 158, *caput* e incisos, da Lei das Sociedades Anônimas, que define que o administrador não é “pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão”, respondendo, porém, “civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder [...] com culpa ou dolo [ou] com violação da lei ou do estatuto”.

Ou seja, estaria o administrador afetado pelas consequências de todas as decisões tomadas em contraposição às condições impostas pelos comandos dados, sendo responsabilizado, unicamente, se suas ações e decisões forem percebidas como decorrentes de conduta abusiva e distantes daquilo que compõe o núcleo do objeto social da companhia.

A responsabilização por estas violações era tida, anteriormente, como integrante da chamada *Teoria Ultra Vires Societatis*, na qual o administrador seria integralmente responsabilizado pelas intercorrências causadas à companhia e ao

mercado no exercício dos atos de gestão, isentando esta última de qualquer responsabilidade perante terceiros, exceto nas hipóteses em que tenha auferido algum tipo de benefício.

É dizer, praticando o administrador ato de gestão que extrapolasse os limites definidos pela legislação e pelo estatuto da companhia, estaria esta inteiramente isenta da reparação pelos prejuízos causados, cabendo ao administrador arcar, sozinho, com os prejuízos causados.

A Teoria dos Atos *Ultra Vires*, apesar de aparentar decorrência lógica da compreensão de que a aposição de decisões alienadas da legislação e do estatuto devem punir o administrador e não a companhia, sempre causou desconforto dentre aqueles que estudiosos do direito societário.

Isto porque entendia-se que a aplicação da Teoria era causa de prejuízos ímpares aos terceiros de boa-fé, visto que contribuía para a isenção da companhia e a manutenção de certa impunidade nos atos ilícitos praticados. Não seria demasiado pontuar que o instituto permitia insegurança jurídica e enfraquecimento da proteção àqueles que dependeriam unicamente do administrador para a reparação dos danos havidos.

Em decorrência disso, com o advento da Lei n.º 14.195³⁹, de 26 de agosto de 2021, as novas disposições trazidas revogaram o parágrafo único do art. 1.015, do Código Civil, que dispunha que o excesso por parte dos administradores somente poderia ser oposto a terceiros se fossem evidenciadas uma das três hipóteses previstas:

³⁹ Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis nºs 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei nº 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis nºs 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos nºs 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei nºs 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis nºs 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei nºs 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências.

(i) se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade; (ii) provando-se que era conhecida do terceiro; ou (iii) se tratando de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

Com a eloquência do Diploma Legal supracitado, passou-se a privilegiar que, antes de se buscar a responsabilização do administrador, tornava-se muito mais necessário conferir proteção ao terceiro de boa-fé, que não poderia, nesta hipótese, acionar a companhia pelos prejuízos sofridos.

Nisto a Teoria dos Atos Ultra Vires abriu espaço para o fortalecimento e aplicação da Teoria da Aparência, que dispõe, de maneira sucinta, acerca da possibilidade de que a companhia seja responsabilizada perante terceiros, ainda que os atos adotados tenham decorrido de conduta abusiva de seus administradores, podendo aquela acionar a estes de maneira regressiva com o propósito de reaver as perdas e danos observados.

Percebe-se, portanto, que, sob o vértice do terceiro de boa-fé, independe se a conduta adotada pelo administrador partiu de decisão abusiva ou não, respondendo a companhia pelos prejuízos causados, resguardado o seu direito à proposição de ação regressiva.

Diante disso, caberia pontuar a ação social de responsabilidade, disciplinada pelo art. 159, caput e §§1º ao 5º, da Lei das Sociedades Anônimas, que permite que, após deliberação tomada em Assembleia Geral, a própria companhia poderá requerer reparação em face do administrador pelos prejuízos suportados, sendo a demanda movida em benefício exclusivo da pessoa jurídica, de modo a reverter os danos causados ao seu patrimônio.

Noutro cenário, não sendo viável a proposição de ação social de responsabilidade, poderá o acionista propor ação individual em face do administrador, requerendo, em benefício próprio, a reparação dos prejuízos percebidos (art. 159, §7º). Exige-se, para tanto, que os danos sejam considerados diretos, ou seja, que não sejam reflexos de um dano causado à companhia.

Tem-se, assim, que a responsabilidade dos administradores em uma companhia aberta deve ser adotada sob o espectro da Teoria da Aparência, objetivando, em primeira e última instâncias a proteção ao terceiro de boa-fé, visto que não poderia a companhia ser isenta da responsabilidade, sob pena de não haver a devida reparação pelos prejuízos causados.

Nisso, percebe-se que, ainda que compartilhe solidariamente a responsabilidade com a companhia, o administrador poderá ser acionado por meio de ação social de responsabilidade ou em ação individual de acionista, beneficiando a companhia ou os acionistas, respectivamente, pelos danos advindos das condutas abusivas adotadas na execução dos atos de gestão.

Cumpre, portanto, a partir deste momento, evidenciar sob quais condições se entenderia abusiva a conduta praticada pelos administradores de uma companhia aberta, visto que, sob o instituto da *business judgement rule*, os administradores não poderão ser responsabilizados pelos danos advindos da gestão negocial da companhia, “presumindo-se que eventuais danos decorrem do risco do negócio” (SABONGI; HENTZ, 2017, p. 8). Contudo, quais são os limites que separam as decisões negociais das práticas abusivas para uma efetiva responsabilização dos administradores?

5.2.2. As falhas na governança corporativa decorrentes da tomada de decisões negociais equivocadas: a linha tênue que separa a *business judgement rule* e os atos ilícitos

Seguindo a passos largos, compreende-se que as disposições da Lei das Sociedades Anônimas aos administradores perpassam a observância aos chamados deveres fiduciários, que configurariam obrigações existentes “para garantir que os agentes encarregados de administrar o dinheiro de outras pessoas ajam conforme o interesse dos beneficiários e não em seu próprio interesse” (SULLIVAN et al, 2015, p. 11).

Desse modo, “os agentes fiduciários devem agir com boa-fé em relação aos interesses dos seus beneficiários [...], com o devido cuidado, habilidade e diligência” (SULLIVAN et al, 2015, p. 11).

Nesse ínterim, o dever de diligência, para as companhias abertas e, especialmente, para os administradores, figuraria como elemento central na discussão.

Segundo autores como Flávia Parente (2005, apud SABONGI et al, 2017, 6), “o dever de diligência, em sentido *lato*, pode ser entendido sob dois aspectos: o subjetivo e o objetivo”, sendo o primeiro a própria “pretensão do sujeito para cumprir determinada obrigação com atenção, cuidado e zelo, independentemente do resultado alcançado”. O segundo, por sua vez, indicaria “que o dever em comento possui uma conduta determinada ligada a uma atividade concreta ou um *standard* comportamental”.

Assim, haveria, no dever de diligência, o estabelecimento de padrões de conduta esperados do agente que executa a ação, atuando como funções para o direcionamento de um comportamento diligente.

Nisso, afirma-se funcionarem na qualidade de funções do dever de diligência:

de estabelecer o padrão de conduta exigido no cumprimento de determinada atividade; de servir de critério de valoração do cumprimento da obrigação; de integrar a prestação devida na relação entre administração e sociedade, quando formulada de maneira positiva e de fundamentar a responsabilidade, quando enunciada de forma negativa, e, por fim, de servir de causa de destituição (SABONGI et al, 2017, 6).

Segundo a Lei das Sociedades Anônimas, em seu art. 153, “o administrador de companhia deve empregar no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

Ou seja, ao determinar que o administrador da companhia aberta aja de maneira diligente no exercício de suas funções, a legislação pátria pretende o emprego de todos os meios necessários para se alcançar os resultados esperados, sem, no entanto, cobrar do administrador o dever de efetivamente alcançá-los.

Assim, entende-se haver sobre o administrador uma obrigação de meio e não de resultado, “eximindo-se de responsabilidade o administrador se ficar demonstrado que empregou os seus melhores esforços” (SABONGI et al, 2017, 7), empregando, para tanto, a figura do “bom pai de família” para parametrizar a maneira de agir do administrador.

Ora, se, conforme o princípio *bonus pater familiae*, o padrão de conduta deve prezar pela cautela e razoabilidade, o direito brasileiro imputa ao administrador de companhia aberta a obrigação de agir seguindo os passos de um homem médio, “que conduz os negócios da companhia com o mesmo zelo que conduziria os de sua família, preservando o seu patrimônio” (SABONGI et al, 2017, 6).

Ocorre, todavia, que a visão de um administrador que segue os passos de “um bom pai de família” desconsidera de maneira ingênua os riscos empresariais e negociais impostos pelo mercado às companhias abertas. Ou seja, conforme evidenciado no Capítulo 3, a atividade empresarial encontra-se dotada de riscos de mercado que

perseguem todos os passos tomados por uma companhia aberta, especialmente tratando-se de empresa que age segundo a emissão de valores mobiliários.

Nessas condições, apontam os doutrinadores que o administrador deve guiar-se não pela figura de um pacato pai de família, mas, sim, de um verdadeiro “homem de negócios”, isto é, de um ordenado empresário, que, agindo com profissionalismo e especialização, é capaz de administrar e gerir as decisões negociais mais complexas de uma companhia compreendendo os riscos e os percalços existentes.

Tomando-se isto por base, propõe-se que, nos termos do art. 158, da Lei das Sociedades Anônimas, os atos regulares de gestão estariam enquadrados na posição de condutas praticadas em estrita observância ao estatuto social da companhia e à legislação vigente. Há quem proponha a possibilidade de aceitação de atos que, mesmo violando a legislação e o estatuto social, tenham sido praticados em observância à boa-fé objetiva, o que, de maneira estrita, estariam visando, em última instância o interesse social da companhia, o que excluiria a responsabilidade do administrador, nos termos do art. 159, §6º, da Lei das Sociedades Anônimas.

Estar-se-ia diante do conhecido instituto da *business judgement rule*, isto é, em primeiro momento, uma decisão tomada pelo administrador que, ainda causadora de danos, não foi adotada com o propósito de causar prejuízos ou danos à companhia ou a terceiros, tendo sido tomada, tão somente, com vistas à atividade negocial, devendo o Poder Judiciário, por exemplo, eximir-se da revisão de seu mérito.

Em outras palavras, serviria a *business judgement rule* como exceção à hipótese de estrita observância da legislação e do estatuto social da companhia, podendo o administrador adotar decisões que compreenda razoáveis ao momento, considerando-se o risco de mercado e as condições adversas impostas, sem que isso acarrete a ele prejuízos e responsabilizações futuras.

É dizer, agindo os administradores sob os ditames da boa-fé e perseguindo os interesses sociais da companhia, não caberia questionamentos acerca de suas decisões. Nestas condições, não haveria qualquer responsabilidade aos administradores em caso de eventuais prejuízos causados a terceiros e à companhia.

Percebe-se haver uma certa problemática na questão, especialmente no que diz respeito ao aparente paradoxo de impossibilidade de valoração do mérito da decisão e da consideração de que a decisão tomada se pautou pela boa-fé do administrador.

Ora, seria possível, de antemão, consignar que uma tomada de decisão por parte do administrador baseou-se na boa-fé sem avaliar as razões pelas quais a referida decisão foi adotada?

Além disso, a expurgação da avaliação do Poder Judiciário ou do Tribunal Arbitral acerca do mérito das decisões não seria cenário ideal para permitir uma verdadeira ocultação de condutas abusivas por parte do administrador?

É inegável que em um contexto de decisões envolvendo governança corporativa e a prática de atos de corrupção a problemática torna-se ainda mais gravosa. Isto porque, sob o véu da suposta impossibilidade de avaliação do mérito da decisão tomada pelo administrador, este seja isento da responsabilização, recaindo sobre a companhia o integral dever de arcar com os prejuízos sofridos por si mesma e com aqueles causados a terceiros.

Isto, do ponto de vista da preservação da empresa, como analisado alhures, pode trazer consequências catastróficas às companhias abertas que, após descobertos esquemas de corrupção, e buscando se reerguer, necessitem, ainda, arcar com os danos causados por administradores, sem que tenham a possibilidade de ajuizamento de ação de regresso visando a reestruturação de seu patrimônio.

5.2.3. A aplicação da tese de responsabilidade do administrador da companhia ao estudo de caso da Petrobras

À questão da Petrobras, entende-se, ao final, que, sob os comandos legais, a companhia seria responsabilizada ainda que haja a comprovação de que os administradores agiram em completa inobservância das determinações societárias, isto é, com abusividade.

Isto porque, como observado, por meio da Teoria da Aparência, protege-se o terceiro de boa-fé, não sendo possível à Petrobras eximir-se da responsabilidade de reparar os danos causados aos acionistas, ainda que as decisões e condutas adotadas por seus administradores tenham sido consignadas de maneira inteiramente abusiva.

Em compensação, à Petrobras facultou-se a possibilidade de arguir ação social de responsabilidade em face de seus administradores, que, à época, foram responsáveis pelo espalhamento da cultura de corrupção no interior da companhia, visando a reparação dos danos suportados.

Vale pontuar, como arguido, que, por meio da ação individual de responsabilidade, os administradores que agiram com abusividade poderão ser acionados em eventual pedido de reparação de danos, compartilhando com a companhia a responsabilidade pelos prejuízos causados.

5.3. Teses para a responsabilidade do acionista controlador por falhas na governança corporativa

5.3.1. O poder diretivo do controlador e o seu compromisso com o objeto social da companhia aberta: o dever de informação, conforme a Instrução CVM n.º 44/2021

No seio de uma companhia aberta, o acionista controlador é, sem dúvidas, a figura que detém a maior quota de influência nas decisões tomadas pela empresa, carregando consigo, assim, a capacidade de influir mais decisivamente sobre os rumos da companhia.

Não há impeditivos para a constituição do acionista controlador, podendo apresentar-se tanto na condição de pessoa física quanto na de pessoa jurídica, além de lhe ser facultada a possibilidade de reunir um grupo de pessoas físicas e/ou jurídicas vinculadas por um acordo de voto.

Nesse ponto importa esclarecer que os conceitos de acionista controlador e de acionista majoritário não se confundem, visto que deter mais de 50% do capital da empresa não é exigido para se obter o controle da companhia.

É dizer, em outras palavras, que o acionista controlador não é aquele que, necessariamente, precisaria deter o maior número de ações dentro da companhia, mas que, dentro dos acordos de votos, seja capaz de definir os rumos por meio de suas decisões.

O controle, por óbvio, ao ser exercido por meio do voto, perpassa o âmbito da Assembleia Geral, momento em que o acionista controlador poderá eleger a maioria dos administradores da companhia⁴⁰.

⁴⁰ Conforme o art. 116, alínea “a”, “entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”.

Ainda, nos termos do art. 116, alínea “b”, o acionista controlador é aquele que “usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”. Ou seja, o acionista controlador é aquele que, sem dúvidas, deve “fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social”, conservando “deveres e responsabilidades com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

O exercício do controle pelo acionista controlador, desse modo, é atribuído visando-se, em última análise, o interesse primordial da companhia, posto que, ao deter a maioria dos votos e, assim, ser responsável pela eleição da maioria dos administradores da companhia, o acionista controlador detém nas mãos a possibilidade de concretizar os ideais e finalidades buscadas pela companhia ou, de maneira imprudente e negligente, causar graves danos aos demais acionistas e, principalmente, à empresa.

Sobre isso, Carlos Portugal Gouvêa entende que a própria Lei das Sociedades Anônimas impulsiona o acionista controlador a exercer o seu poder com o propósito de direcionar a empresa para a consecução de sua finalidade, possuindo responsabilidades e deveres para com os acionistas minoritários, com os trabalhadores e com toda a comunidade⁴¹ (2013, p. 26).

Nisso, considerando-se que, além de deter o controle, o controlador continua sendo acionista e a ele permanecessem sendo aplicadas as demais regras previstas pela Lei das Sociedades Anônimas, torna-se ainda mais grave a violação ao disposto no art. 115, do referido Diploma Legal.

Segundo o dispositivo pontuado, “considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

Noutros termos, havendo ligação mais íntima entre o acionista controlador e o objeto social da empresa, não seria exagero considerar os efeitos catastróficos emanados de decisões negligentes e alheias ao interesse da companhia.

⁴¹ Tradução livre para: “*The Corporations Law provides that the controlling shareholder must exercise its power in order to direct the corporation towards the achievement of its purpose and has duties and responsibilities to minority shareholders, workers and the community.*”

Sobre isso, como leciona Alfredo Lamy Filho, ao tratar do exercício de voto do acionista controlador no interesse da companhia, “o abuso de direito e o conflito de interesses decorrem da desobediência a tal comando básico; se o voto não satisfaz tal preceito não é direito, é violação de direito” (1996, p. 238).

Em razão disso, a lei postula que o acionista controlador estará impedido de exercer o seu poder de voto (i) nas deliberações referentes ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador; bem como (ii) em deliberações que, em alguma medida, poderiam beneficiá-lo em razão de conter interesse conflitante com a companhia.

Em outras palavras, o poder diretivo, ou, ainda, o poder de controle, do acionista controlador deve visar, em última análise, a finalidade social da companhia, expurgando qualquer possibilidade de que seus interesses sejam empecilhos ao pleno cumprimento dos objetivos primordiais da empresa.

Nota-se, diante de todo esse cenário, que a atuação do acionista controlador ganha esferas mais relevantes quando analisado sob o espectro do interesse social da companhia aberta, posto que, a partir de suas atuações, os impactos sobre o patrimônio financeiro e reputacional da empresa serão, de fato, demasiado positivos ou negativos.

Não à toa, como visto anteriormente, a Instrução CVM n.º 44/2021 fez recair sobre o acionista controlador o dever de informar, consubstanciado na divulgação imediata de qualquer ato ou fato relevante ao mercado, garantindo que a sua veiculação seja executada pelo Diretor de Relações com Investidores.

Ou seja, ainda que, nas palavras de Fran Martins, a atuação do acionista controlador decorra, primordialmente, de suas atividades exercidas nas assembleias (2010, p. 405), não se pode olvidar que o dever de informar ao mercado acerca das decisões tomadas no seio da companhia, constituído e exercido de maneira externa, faz concretizar o interesse social daquela, uma vez que confirma a importância dos demais acionistas (*shareholders*) e de terceiros (*stakeholders*) para o desempenho da empresa.

Nesse cenário, disciplina o art. 246, da Lei das Sociedades Anônimas, que o acionista controlador pessoa jurídica será responsabilizado pelos danos que causar à companhia.

Ou seja, cabe para a companhia aberta o direito à propositura de ação social de responsabilidade em face da pessoa jurídica que figura como acionista controlador requerendo a reparação dos prejuízos ocasionados ao seu patrimônio⁴².

Nisso, ao contrário das ações de responsabilidades cabíveis em face do administrador, a legislação não se debruça sobre as hipóteses em que o controlador seja pessoa física ou a reunião de pessoas físicas, limitando o escopo de responsabilização do acionista controlador às ações sociais, isto é, somente propostas pela companhia, expurgando a possibilidade de que os acionistas minoritários exerçam o seu direito à reparação.

Em suma, em face do acionista controlador, somente seria possibilitado o ajuizamento de ação pela própria companhia, com vistas à restituição de seu próprio patrimônio. A possibilidade de que os demais acionistas possam responsabilizar o acionista controlador pelos danos percebidos não foi prevista pela legislação, tornando ainda mais complexa a matéria.

5.3.2. A aplicação da tese de responsabilidade do acionista controlador da companhia ao estudo de caso da Petrobras

Ao se avaliar o caso da Petrobras, sob o espectro da responsabilização do acionista controlador, vislumbra-se que muito se discutiu sobre a inclusão da União Federal no polo passivo da demanda, de modo a responsabilizá-la pelos danos havidos da divulgação falsa de informações durante as investigações da Operação Lava-Jato.

Ocorre que, como observado pela análise realizada, não se observa viável, segundo a legislação atualmente vigente, que o acionista controlador seja responsabilizado em face dos acionistas minoritários e demais investidores, visto que a Lei das Sociedades Anônimas não prevê a execução de ação individual de responsabilidade, mas, tão somente, o ajuizamento de ações sociais de responsabilidade, que, no caso concreto, representaria a Petrobras requerendo à União Federal a restituição dos valores eventualmente dispendidos em ações de indenização.

⁴² A esse respeito, observe-se o proposto pelo art. 246, caput, da Lei das Sociedades Anônimas: “A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117”.

Aquém do caso ora analisado, muitas outras ações foram ajuizadas por acionistas minoritários requerendo reparação pelos danos percebidos desde a divulgação das investigações da Lava-Jato.

Cite-se, a esse despeito, a Apelação Cível n.º 5010110-30.2015.4.04.7200, oriunda de Ação de Indenização por Danos Materiais proposta na 4ª Vara Federal de Florianópolis, que, após ser julgada totalmente improcedente, chegou à 3ª Turma do Tribunal Regional da 4ª Região, que entendeu que os acionistas minoritários sequer poderiam ter ajuizado a ação, visto ser parte ilegítima para demandar reparação em face de acionista controlador, fundamentando a decisão no art. 159, §7º, da Lei das Sociedades Anônimas.

Apesar do equívoco quanto às regras de responsabilidade, visto que a fundamentação foi feita sobre o dispositivo que trata da responsabilização do administrador, o acórdão aborda a questão do acionista controlador, ao evidenciar que a parte legítima na propositura de ação de indenização em face deste somente seria a própria companhia, no caso a Petrobras. Confira-se:

DIREITO ADMINISTRATIVO E PROCESSUAL CIVIL. **AÇÃO INDENIZATÓRIA. PETROBRÁS. AÇÕES. DESVALORIZAÇÃO. INAPLICABILIDADE DA CLÁUSULA ARBITRAL. ILEGITIMIDADE ATIVA DO ACIONISTA MINORITÁRIO. INCOMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL COM RELAÇÃO À ANÁLISE DE PEDIDO CONTRA A SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA. EXTINÇÃO DO PROCESSO SEM RESOLUÇÃO DE MÉRITO.**

1. Ação por meio da qual **a parte autora busca a condenação da União e da Petrobrás ao pagamento de indenização em virtude da desvalorização das ações da segunda ré, alegando que, em razão dos ilícitos apurados na Operação Lava-Jato, as ações da companhia perderam valor. Sustentou a responsabilidade da União, na condição de acionista controladora, bem como a responsabilidade objetiva da Petrobrás pelos prejuízos verificados.**

[...]

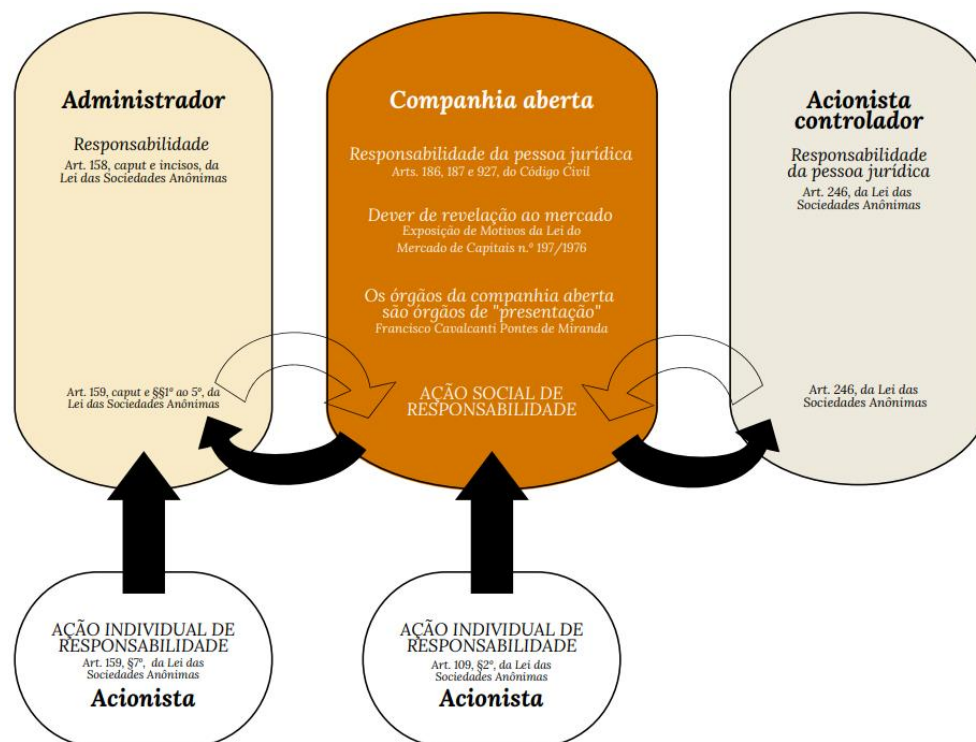
3. O Superior Tribunal de Justiça, na interpretação do artigo 159 da Lei 6.404/76, **firmou entendimento de que a ação contra o acionista controlador deve ser promovida pela companhia**, na forma dos §§ 3º e 4º da mencionada lei. O tribunal entendeu que o acionista minoritário não pode postular contra a companhia por prejuízos indiretos, uma vez que a ação individual prevista no § 7º do mesmo artigo somente é cabível em caso de prejuízo direto, o que não ocorre no caso dos autos, em que o prejuízo foi da companhia e apenas indiretamente do acionista. Assim, **é caso de extinção do processo, em relação à União**, sem resolução de mérito, na forma do artigo 485, inciso VI, do Código de Processo Civil. (BRASIL, 2019). (Grifos adotados).

Ou seja, sendo a lei omissa quanto à possibilidade de que acionistas minoritários ingressem com ações individuais em face do acionista controlador, a jurisprudência pátria tem sido demasiado consistente no sentido de arguir a ilegitimidade ativa para o pleito, visto que, somente à companhia prejudicada seria possível a sua propositura.

VI. COMENTÁRIOS ACERCA DAS TESES EXPLORADAS: A RESPONSABILIZAÇÃO POR FALHAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DEVE RECAIR MESMO SOBRE A COMPANHIA ABERTA?

Ao final, colhem-se das teses exploradas que, segundo a legislação vigente, (i) a companhia aberta é responsável, em todas as hipóteses, pela reparação de danos causados a terceiros, podendo, em compensação, exercer o seu direito de regresso; (ii) os administradores da companhia aberta possuem responsabilidade quando agem com abusividade na tomada de decisões; e (iii) em face do controlador acionista, somente é permitido à própria companhia aberta que demande reparação por danos. Confira-se:

Figura 4 – Sistema de responsabilização da companhia aberta e de seus órgãos



Fonte: elaborado pela autora.

Entende-se, como defendido pela Teoria da Aparência, que a companhia é apresentada pelo seu administrador e, por isso, possui a responsabilidade em caso de reparação. O administrador, por sua vez, poderá ser acionado pela companhia por meio do exercício do direito de regresso, de modo a restituir ao patrimônio da empresa os valores dispendidos.

Destaque-se, como visto alhures, que esta possibilidade somente é viável em caso de abusividade por parte do administrador na tomada de decisões, entendida pela legislação como o desvio das finalidades postas pelo estatuto social da companhia.

Ocorre que o instituto da *business judgment rule* excepciona os casos em que o administrador supostamente estaria agindo pautado pela boa-fé e no interesse social, não devendo ser responsabilizado pelos danos que causar.

Ou seja, ainda que fora do escopo do estatuto, poderia o administrador corromper suas decisões, sem, no entanto, ser responsabilizado por isso, imputando à companhia todos os ônus da tomada equivocada de decisões.

O grande imbróglio reside, evidentemente, na possibilidade de que, ao serem acionados judicialmente ou por demandas arbitrais, os administradores busquem eximir-se de suas responsabilidades, arguindo, para tanto, o escopo negocial de suas decisões, que, mesmo alheio ao estatuto e à legislação, visou, de boa-fé, e, em última instância, o interesse social da empresa.

Isto, no contexto da prática de atos de corrupção, e, em especial, do caso da Petrobras analisado neste trabalho, pode trazer sérias consequências à companhia, que precisará arcar com os prejuízos da cultura corruptiva enraizada na empresa.

Ora, mesmo que a legislação faculte à companhia acionar os administradores que, à época, perpetraram as condutas abusivas, torna-se demasiado oneroso àquela comprovar que as decisões tomadas decorreram de atos ilícitos e abusivos, e não da tomada de decisões negociais.

É bem verdade, porém, que, num contexto de atos ilícitos de corrupção, entenda-se *a priori* pela ausência de boa-fé do administrador, especialmente quando observada a situação da Petrobras, cujos funcionários atuavam de maneira sistematizada para a perpetração das práticas ilícitas.

Aos controladores, entende-se que a responsabilidade recairia, somente, em eventual ação de regresso ajuizada pela própria companhia, sem, no entanto, serem acionados por terceiros.

Em outras palavras, estaria a companhia aberta sujeita a todas as ações de responsabilidade ajuizadas, ao se entender que, sendo somente apresentada por seus administradores e visando-se proteger o terceiro de boa-fé, deve aquela responder pelos prejuízos causados.

Esta discussão deve ser acompanhada, sem dúvidas, das proposições do princípio da preservação da empresa, já arguida anteriormente neste trabalho.

Ora, a dinâmica empresarial rege a doutrina econômica em um país. Segundo Fábio Ulhôa Coelho, “o que se tem em mira é a proteção da atividade econômica, como objeto de direito cuja existência e desenvolvimento interessam não somente ao empresário, ou aos sócios da sociedade empresária, mas a um conjunto bem maior de sujeitos” (COELHO, 2014, p. 79).

O endividamento e a dificuldade financeira de empresas que guardam relevância estratégica, científica e tecnológica ao país são questões de grande preocupação à sociedade, especialmente no que toca à necessidade de se garantir o bem-estar social da população brasileira e a disponibilização de serviços públicos de qualidade.

Ora, no caso da Petrobras, ora analisado como parâmetro para a discussão, indica Marival Matos dos Santos, que

quem tem petróleo, em princípio, deve também ter soberania para exercer o poder de empreender soberanamente uma política de desenvolvimento socioeconômico independente, de forma a garantir melhores níveis de bem-estar social para o povo brasileiro, serviços públicos de excelência, escolas, universidades, serviços de saúde, habitação para todos, alimentação, segurança social, justiça social, aposentadoria, lazer e poder Judiciário favorável ao povo (SANTOS, 2021).

E, não só a Petrobras, mas o empreendedorismo como um todo, especialmente aquele concentrado nas companhias de capital aberto, formula para o país uma série de benefícios, a despeito da inovação e evolução tecnológica, bem como a garantia de geração de empregos e, conseqüentemente, o aumento de poder aquisitivo pela população.

Nesse ínterim, os efeitos nefastos causados pela cultura da corrupção sobre empresas garante, não só que graves prejuízos assolem a economia, como também representa a expurgação de uma série de benefícios à população.

A governança corporativa, nesse sentido, como explorado nos tópicos iniciais deste trabalho, contribui para a determinação de como as empresas serão

dirigidas, administradas e gerenciadas. A distribuição de responsabilidades e a atribuição de gerenciar que as decisões sejam tomadas de maneira ética dentro de uma empresa importa na oferta de que todos assumam os riscos da atividade empresarial, o que, imediatamente, coloca cada funcionário, gerente, diretor e integrante, como participante ativo da maneira como o modelo empresarial será executado.

Por meio de um programa de integridade robusto e bem alinhado, as chances de dissipação de uma cultura corruptiva são expressivamente superiores às chances de que isso ocorra em uma empresa alheia à transparência e à cultura de que todos os seus integrantes são parte importante e concretamente responsáveis pelo pleno desenvolvimento empresarial.

Como pontua José Matias-Pereira,

A capacidade de governança corporativa passa pela interação entre a capacidade de comando e de direção do Estado, tanto interna quanto externamente; a capacidade de coordenação do Estado entre as distintas políticas e os diferentes interesses em jogo, buscando integrá-los de forma a garantir a coerência e a consistência das políticas governamentais; e, a capacidade de implementação supõe a adequação entre as diversas decisões tomadas e os recursos técnicos, humanos, informacionais, institucionais, financeiros, políticos, necessários para que as decisões se materializem (2010, p. 125).

Noutros termos, sabendo-se que a responsabilização das companhias abertas perpassa as decisões tomadas por seus administradores e acionista controlador, o impulsionamento da garantia de um programa de integridade robusto e concatenado sobre uma companhia aberta viabiliza as chances de que sejam reduzidas decisões tomadas de modo a perpetuar práticas de corrupção.

Sendo inviável, ao momento, retirar da companhia aberta a responsabilidade pelos danos causados a terceiros decorrentes de decisões adotadas por seus administradores e acionista controlador, resta evidente a importância de que sejam trabalhados em conjunto os conceitos de preservação da empresa e de governança corporativa.

Em última análise, ambos caminham no mesmo sentido: viabilizar a empresa, de modo que esta possa cumprir com seus objetivos e finalidades sociais.

Se, ao passo que o conceito de preservação da empresa faz surgir debates quanto à importância de a empresa ser preservada e mantida, impedindo que, para isso, seja abatida por dificuldades financeiras e endividamentos, em outra perspectiva, a governança corporativa confirma, de maneira preventiva, a importância de se manter

controles internos para inviabilizar práticas de corrupção, cujos resultados podem ser gravemente prejudiciais à reputação e ao balanço financeiro da companhia.

Diante disso, percebe-se que a imputação de responsabilidade sobre companhias abertas importa em condições demasiado onerosas, especialmente quando se sabe que a situação de dificuldade financeira decorreu explicitamente de decisões tomadas por seus administradores e acionista-controlador.

Todavia, como pontuado, encontra-se no impulsionamento da governança corporativa, a possibilidade de prevenir o enraizamento da corrupção no âmago das companhias abertas, impedindo, inclusive, que discussões quanto à responsabilização por falhas na governança corporativa necessitem ser realizadas com demasiada frequência.

Isto porque, adotando conceito mais estreito de governança corporativa, Mariana Pargendler leciona que, no contexto de companhias abertas, o seu foco “se relaciona com o equilíbrio de poder entre acionistas, conselhos de administração e gestores” (2016, p. 369).

Em outras palavras,

O movimento de governança corporativa postula que melhorias no equilíbrio de poder interno à corporação empresarial têm grande importância para os resultados econômicos e social. Especificamente, duas fórmulas de governança interna têm recebido a maior parte da atenção ao longo do tempo: o papel de monitoramento do conselho de administração e o papel ativo dos acionistas (PARGENDLER, 2016, p. 369).

É dizer, havendo “equilíbrio adequado de poder e [...] estrutura de incentivos dentro da corporação; elas se relacionam principalmente ao processo de tomada de decisão” (PARGENDLER, 2016, p. 370), o que, de maneira mais acertada, conduziria ao enfrentamento direto daquilo que impede que as companhias abertas se distanciem da prática de atos de corrupção: a maneira como as decisões são constituídas no seu âmbito interno.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o presente trabalho, foi possível observar a acentuada importância da governança corporativa no âmbito das companhias abertas. Isto porque, como tratado nos tópicos deste trabalho, a criação de uma cultura ética e voltada aos princípios da transparência, prestação de contas e equidade, é capaz de gerar um melhoramento comprovado na tomada de decisões.

Inicialmente, pode-se observar que, contra os crimes de corrupção, espera-se do Estado um modelo regulatório mais efetivo e voltado às falhas sociais que originam a prática dos ilícitos. Este cenário pode ser mais bem evidenciado quando analisada a difícil concatenação entre o direito e a ética, com a qual faz-se oposição um modelo regulatório baseado em sanções.

Nisso, torna-se imperativa a proposição de um modelo que, a partir de estímulos comportamentais, seja capaz de desincentivar os incentivos das práticas de corrupção, permitindo que os próprios particulares sejam responsáveis por fiscalizar fazendo uso de ferramentas voltadas ao cumprimento das finalidades da empresa.

Cite-se, neste teor, o papel do *compliance*, da governança corporativa e dos programas de integridade, que representam fortes direcionadores para a adoção de comportamentos éticos e morais, principalmente, pelo agente economicamente racional.

Nesse ínterim, ao se analisar a responsabilização por falhas na governança corporativa, vislumbra-se que o surgimento de imbróglis faz surgir questionamentos quanto ao responsável pelos prejuízos percebidos por *stakeholders*, especialmente os investidores, que, apesar de conscientes dos riscos de mercado, confiam que a companhia disponha de estrutura sólida, ética e íntegra.

Isto porque, conforme avaliado ao longo deste trabalho, apesar da suscetibilidade natural das companhias abertas aos riscos de mercado, espera-se que, por meio de determinados padrões de conduta, haja certa neutralização da possibilidade de que resultados e efeitos negativos venham a atingir a empresa e seus investidores.

Todavia, quando, alheia a estes princípios, a companhia vê-se em patente violação ao seu programa de integridade, gerando prejuízos a terceiros, deve-se avaliar o responsável por arcar com os danos causados.

Observou-se que, segundo a legislação e jurisprudência pátrias, privilegia-se a proteção ao terceiro de boa-fé, imputando sobre a companhia a responsabilidade pelos efeitos adversos proporcionados pelas más decisões tomadas. Isto porque, conforme

teses relativas à companhia enquanto emissora de ações e de informações ao mercado, especialmente traduzida na noção de apresentação, dá-se a ela não só os bônus, mas, igualmente os ônus.

Os administradores e os acionistas controladores, por sua vez, apenas seriam acionados quando evidenciadas violações ao estatuto social e/ou à legislação vigente. Aos primeiros, esta última prevê que somente serão responsabilizados em face de terceiros quando agirem de maneira ilícita, em inobservância às finalidades precípua da companhia. Todavia, nesta hipótese, poderá ser acionada diretamente pela empresa em ação de regresso para que restitua o seu patrimônio.

Aos controladores, todavia, não há previsão legal quanto à possibilidade de que sejam acionados por terceiros, havendo, tão somente, a responsabilização em face da companhia, em ação social.

Ao final, o que se percebe é que a companhia será responsabilizada em todas as ocasiões em que se demonstre falha em sua governança corporativa, servindo de verdadeiro escudo aos seus demais órgãos, ainda que se compreenda que as decisões tomadas por seus administradores foram concebidas com o único propósito de perpetuar as práticas de corrupção.

Percebeu-se que esta determinação é colocada, especialmente, em razão da necessária proteção ao terceiro de boa-fé, que, alheio às práticas de corrupção adotadas no interior da companhia aberta, deve ter o seu prejuízo reparado.

No caso analisado da Petrobras, condenada em procedimento arbitral ao pagamento de indenização aos acionistas pela drástica queda no preço de suas ações, sabe-se que as decisões tomadas por seus administradores foram essenciais à perpetuação dos crimes de corrupção praticados. Todavia, privilegia-se, segundo o ordenamento jurídico brasileiro, que os acionistas prejudicados não sejam privados do exercício do direito de reparação.

A companhia aberta, em compensação, poderá buscar restituição do seu patrimônio com o ajuizamento de ações de regresso tanto em face de seus administradores quanto em face de seu acionista controlador.

Este debate, no entanto, deve vir sempre acompanhado da noção de preservação da empresa, cuidando-se para evitar que a companhia seja maculada não só no âmbito reputacional, como também, e, principalmente, em seu âmbito financeiro, visto que a um país não interessam empresas endividadas, que não possam oferecer benefícios à população.

Importa ao debate, notadamente, conceber a noção de que a responsabilidade da companhia aberta visando a proteção do terceiro de boa-fé interessa à sociedade como um todo, assim como a preservação e manutenção destas empresas é caminho para o desenvolvimento social, econômico e tecnológico do país.

Por conseguinte, percebe-se, como discorrido ao longo deste trabalho, que o estímulo a um modelo de regulação que, ao invés de unicamente punir e controlar, proporcione incentivos aos agentes sociais de absterem-se da prática de ilícitos, especialmente de corrupção, parece convergir para solucionar, ainda que parcialmente e de maneira gradual, a responsabilização das companhias abertas decorrentes da tomada de má decisões por administradores e acionistas controladores.

Isto porque, como avaliado alhures, sendo a governança corporativa “um equilíbrio adequado de poder [...], principalmente ao processo de tomada de decisão” (PARGENDLER, 2016, p. 370), construir uma base forte que, ao mesmo tempo, defenda a companhia aberta e ataque as práticas de corrupção, começando, primordialmente, pelas decisões adotadas por administradores e acionistas controladores, pode formar importante barreira para que a situação da empresa precise chegar a debates como o de responsabilização por falhas em sua governança corporativa.

É dizer, em outras palavras, que impulsionar o fortalecimento da governança corporativa no âmbito das companhias abertas parece constituir importante aliado à preservação da empresa, princípio bastante caro à sociedade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George. *The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*. *Quarterly Journal of Economics*, Massachusetts, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALEMANNI, Alberto; SPINA, Alessandro. *Nudging legally: on the checks and balances of behavioral regulation*. *International Journal of Constitutional Law*, New York, v. 12, n. 2, p. 429-456, 2014. Disponível em: <<https://academic.oup.com/icon/article/12/2/429/710410/Nudging-legally-On-the-checks-and-balances-of>>.

ARIELY, Dan. *The (honest) truth about dishonesty: how we lie to everyone – especially ourselves*. London: Harper Collins, 2012.

BARCA, Antonio Jiménez. **Corrupção da Petrobras põe o Brasil à beira do precipício: país vive à espera das delações e das consequências econômicas e políticas do caso**. El País, 2014. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/brasil/2014/11/23/politica/1416770529_247157.html>.

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo.

BLOK, Marcella. *Compliance e Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2020.

BRASIL. **Decreto-Lei n.º 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm>.

_____. **Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>.

_____. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>.

____. **Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm>.

____. **Lei n.º 12.846, de 1º de agosto de 2013.** Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm>.

____. **O que são Valores Mobiliários.** Gov.br/CVM, 2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios#:~:text=De%20acordo%20com%20essa%20defini%C3%A7%C3%A3o,do%20empreendedor%20ou%20de%20terceiros%E2%80%9D>>.

____. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n.º 1970/2017.** Monitoramento e arrecadação de multas aplicadas por agências reguladoras e outros órgãos e entidades federais com atribuições de fiscalização e controle, 2017.

____. Tribunal Regional da 4ª Região. **Apelação Cível n.º 5010110-30.2015.4.04.7200/SC.** Ilegitimidade ativa do acionista controlador, 2019.

BROLLO, Gustavo Deucher; CHAVES, João Leandro Pereira. **A Governança na sociedade em Recuperação Judicial: uma análise empírica da implementação de rearranjos como meio de recuperação.** Revista da Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu, n. 09, 2020. Disponível em: <<https://revistadireito.emnuvens.com.br/revistadireito/article/view/133/102>>.

BULGARELLI, Waldírio. **Apontamentos sobre a responsabilidade do administrador das companhias.** Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, n.º 50. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

CANDELORO, Ana Paula P.; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinícius. **Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo.** São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2012.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Governança corporativa – empresas transparentes na sociedade de capitais.** São Paulo: Lazuli, 2005.

CADORE, Tiago. **A influência negativa da corrupção no desenvolvimento econômico e na sustentabilidade do meio ambiente urbano**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade do Vale do Itajaí – Univali, Santa Catarina.

CLINARD, Marshall B. *et al.* (1979), **Illegal Corporate Behavior**. U. S., *Department of Justice. National Institute of Law Enforcement and Criminal Justice*, 1979.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de direito comercial**, volume 3: direito de empresa. 8ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____, Fabio Ulhôa. **Curso de direito empresarial: direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2014.

COELHO, Gabriela. **Pagamento de royalties para controlador indireto não é indedutível, diz Receita**. Consultor Jurídico [online], 2019. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2019-jul-01/pagamento-royalties-controlador-indireto-nao-indedutivel>>.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Nota Explicativa CVM n.º 4**. Referente à Resolução n.º 457 do Banco Central do Brasil. Novo Conceito de Sociedade Anônima de Capital Aberto. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/nota004.html>>.

_____. Ofício Circular/Anual-2022-CVM/SEP. **Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas**. 24 de fevereiro de 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-anual-sep-2022.html>>.

_____. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Junho de 2002. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>.

COSTA, Natalia Lacerda Macedo. (2017), **''Nudge'' como abordagem regulatória de prevenção à corrupção pública no Brasil''**. Revista de informação legislativa: RIL, v.

54, no. 214, pp. 91-111. Disponível em:

<https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/54/214/ril_v54_n214_p91>.

DEPARTAMENTO DE JUSTIÇA DOS ESTADOS UNIDOS. *Evaluation of Corporate Compliance Programs*. 2020. Disponível em:

<<https://www.justice.gov/criminal-fraud/page/file/937501/download>>.

_____. *Foreign Corrupt Act Opinion Procedure*. 1999. Disponível em:

<<https://www.justice.gov/sites/default/files/criminalfraud/legacy/2012/11/14/frgncrpt.pdf>>.

_____. *Foreign Corrupt Practices Act*. 2017. Disponível em:

<<https://www.justice.gov/criminal-fraud/foreign-corrupt-practices-act>>.

FASSÓ, Guido. **Jusnaturalismo**. In: Norberto e outros. Dicionário de Política. 7ª Ed. Brasília: Editora UnB, 1995, p. 655-660.

FLIGSTEIN, Neil. *Markets as politics: a political-cultural approach to market institutions*. *American sociological review*, 61 (4), 1996, p. 656-673.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

FRANÇA, Mônica Maria de. **A implantação da governança corporativa na Sociedade Anônima com a finalidade de proteção dos direitos dos acionistas minoritários, dignidade dos trabalhadores**. *Legis Augustus*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, jul./dez. 2014, p. 116-132.

FRAZÃO, Ana. **Regulação jurídica, corrupção e compliance: um exame da questão à luz das relações entre direito, ética e moral**. JOTA [online]. 2018, no 4 abr. 2020.

_____. **Corrupção e compliance: um exame à luz das relações entre Direito e moral**. JOTA [online]. 2018, no 4 abr. 2020.

_____. **Corrupção e compliance: um exame à luz das relações entre direito e moral**. JOTA [online]. 2018, no 4 abr. 2020.

_____. **Função Social da Empresa: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. São Paulo: Renovar, 2011.

- FURNO, Juliane. **A Petrobras, a Lava Jato e os impactos econômicos de uma operação desastrosa**. Brasil de Fato, 2019. Disponível em: <<https://www.brasildefato.com.br/2019/10/04/a-petrobras-a-lava-jato-e-os-impactos-economicos-de-uma-operacao-desastrosa>>.
- HABERMAS, Jürgen. (2011), **Direito e democracia: entre facticidade e validade**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Compliance à luz da Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2017.
- _____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2015.
- INSTITUTO NACIONAL DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO. **Programa de Integridade e Compliance – Orientações para o ITI**. Disponível em: <https://www.gov.br/iti/pt-br/acesso-a-informacao/institucional/Programa_de_Integridade_e_Compliance___Assinado_1.pdf>.
- KANT, Immanuel. **Fundamentação da Metafísica dos Costumes**. 1ª ed. Tradução de Antônio Pinto de Carvalho. Lisboa: Companhia Editora Nacional, 1964.
- KELSEN, Hans. **Teoria Pura do Direito**. Tradução de João Baptista Machado. São Paulo: Martins Fontes, 1999.
- LAMY FILHO, Alfredo. **A lei das S.A**, vol. II, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 238.
- LEGAL, ETHICS & COMPLIANCE. **Governança Corporativa e Compliance: Entenda as Diferenças!** Disponível em: <<https://lec.com.br/governanca-corporativa-e-compliance-entenda-as-diferencas/>>.
- LOBO, Jorge. **Princípios de Governança Corporativa**. Revista da EMERJ, v. 10, no 37, 2007, p. 198-220.
- MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4ªed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.
- MATIAS-PEREIRA, José. **A governança corporativa aplicada no setor público**. APGS, Viçosa, v.2, n.1, pp. 110-135, jan./mar. 2010.

MENDES, Francisco Schertel; CARVALHO, Vinicius Marques de. **Compliance: concorrência e combate à corrupção**. São Paulo: Trevisan Editora, 2017.

MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. **Operação Lava Jato**. MPF, 2023. Disponível <<https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato>>.

MINISTÉRIO PÚBLICO PORTUGAL. **Convenção Penal sobre a Corrupção**. 1999. Disponível em: <<https://www.ministeriopublico.pt/instrumento/convencao-penal-sobre-corrupcao-do-conselho-da-europa-19>>.

MOUALLEM, Pedro Salomon Bezerra. **Forjando mercados com ferramentas jurídicas: uma agenda de pesquisa sociojurídica**. Revista Direito e Praxis, Rio de Janeiro, Vol. 12, n. 1, 2021, 323-352.

MONTEIRO, Diego. **COSO – Conceito, atualizações e seus princípios**. Crowe Horwath, 2017. Disponível em: <https://www.crowe.com/br/-/media/Crowe/Firms/Americas/br/CroweHorwathBR/novo/DIEGO_MONTEIRO_COSO-conceito-atualizacoes-e-seus-principios_.ashx?la=pt-BR&hash=BBAA9EB277D05FF97829A90334F2E09E0862927B>.

NETTO, Oscar Röcker. **Trabalho avalia caso revelado pela Operação Lava Jato à luz das normas COSO, referência internacional em controles internos e gestão de riscos**. Risco Seguro Brasil, 2016. Disponível em: <<http://riscosegurobrasil.com/editorias/estudo-analisa-falhas-das-defesas-internas-da-petrobras/>>.

PARGENDLER, Mariana. The Corporate Governance Obsession, 42 J. Corp. L. 101 (2016).

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. V. I, p. 186, Rio de Janeiro: Forense, 1966.

PEREIRA, Virgílio Eilel. **Prevenção contra a corrupção nas organizações: um estudo das fragilidades e antecedentes na corrupção no caso Odebrecht**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, 2018.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **Brazil: Getting the Deal Through – Corporate Governance**. 2013. Disponível em:

<https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3768395/mod_resource/content/1/DCO0318%20-%20Aula%201%20-%20Portugal%20Gouvea.pdf>.

____. *The Managerial Constitution: The Convergence of Constitutional and Corporate Governance Models*. 2013. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2288315>.

REZENDE, Natália. **Controles Internos e Corrupção: O caso da Petrobras. 2018.** Apresentação de Power Point ao Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Disponível em:

<https://repositorio.cgu.gov.br/bitstream/1/28739/15/Apresentacao_Natalia.pdf>.

RODAS, Sérgio. **Justiça anula sentença arbitral que condenou Petrobras a indenizar acionistas.** Consultor Jurídico [online], 2020. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2020-nov-11/juiz-anula-sentenca-arbitral-mandou-petrobras-indenizar-acionistas>>.

ROSE-ACKERMAN, Susan, *Corruption: a study in political economy*. Nova Iorque, Academic Press, 1978.

UNITED KINGDOM. *Bribery Act*. Dispõe sobre a legislação anticorrupção do Reino Unido. 2010. Disponível em:

<<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/23/contents>>.

OLIVEIRA, Felipe Gaspar. *Insider Trading: o comportamento da CVM e a Governança Corporativa das Companhias Abertas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul.

OLIVEIRA, Manoel Berclis de. **O fenômeno da corrupção na esfera pública brasileira**. 2008. 116 f. Dissertação (Mestrado em Políticas e Gestão Públicas; Gestão Organizacional) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2008.

OLIVEIRA, Thiago de. *Compliance Anticorrupção: arcabouço normativo brasileiro e internacional*. RJLB, Ano 5 (2019), nº 6. Disponível em: <https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2019/6/2019_06_1987_2018.pdf>.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PEREIRA, Virgílio Eilel. (2018), **Prevenção contra a corrupção nas organizações: um estudo das fragilidades e antecedentes na corrupção no caso Odebrecht**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais.

PETROBRAS. **Esclarecimento sobre Notícias: A Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras informa que recebeu o Ofício nº 206/2020/CVM/SEP/GEA-1 da CVM**. 2020.

____. **Fatos e Dados: Concluímos obrigações previstas em acordo com o Departamento de Justiça dos EUA**. 2021. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/concluimos-obrigacoes-previstas-em-acordo-com-o-departamento-de-justica-dos-eua.htm#:~:text=Devido%20aos%20acordos%20coordenados%20entre,aprimoramento%20de%20nossos%20controles%20internos>>.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Parte Geral. Tomo I. 4ª edição, 2ª tiragem. São Paulo/SP: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

____. **Tratado de Direito Privado**. Tomo I, Rio de Janeiro: Forense, 1970.

ROCHA, Bruno Anunciação; GALUPPO, Marcelo Campos. **Paternalismo libertário no Estado Democrático de Direito**. RIL Brasília a. 53 n. 210 abr./jun. 2016 p. 135-148.

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto. **Custo de capital e governança corporativa no Brasil**. XIV Congresso Brasileiro de Custos – João Pessoa, Paraíba, Brasil, 05 de dezembro a 07 de dezembro de 2007.

SACRAMONE, Marcelo. **Administradores de sociedades anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade**. São Paulo: Almedina, 2014.

SANTOS, Marival Matos dos. **A importância da Petrobras para o povo brasileiro**. Teoria e Debate [on-line]. Disponível em: <<https://teoriaedebate.org.br/2021/08/16/a-importancia-da-petrobras-para-o-povo-brasileiro/>>. Acesso em 04/06/2023.

SAUNDERS, Anthony. **Administração de instituições financeiras**. Atlas, 2000.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado**. Revista

de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 147, ano 46, p. 42 – 55, jul./set. 2007.

SCHELLES, Marta Santiago de Oliveira. **O princípio da preservação da empresa no novo sistema falimentar**. Escola de Magistratura. Rio de Janeiro, 2009.

SOUZA, Iram Alves. **Gestão de Risco de Mercado – Mensuração do *Value-at-Risk* (VaR) comparando a exigência de capital em diferentes abordagens**. Dissertação (Mestrado em Computação Aplicada). Universidade de Brasília, Distrito Federal.

SULLIVAN, Rory; MARTINDALE, Will; FELLER, Elodie; BORDON, Anna. **O dever fiduciário do século XXI**. 2015. Disponível em:

<https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_summary_pt.pdf>.

STUCKE, Maurice E., *Morality and Antitrust*. Columbia Business Law Review, vol. 2006, no. 3:443, pp. 444-547.

SUTHERLAND, Edwin H.; GEIS, G.; GOFF, C. *White collar crime: The uncut version*. New Haven - CT: Yale University Press, 1983.

_____. *White-Collar Criminality*. *American Sociological Review*. Vol. 5, n. 1, February, 1940, p. 1-12.

SZWAJKOWSKI, E. (1985), *Organizational Illegality: Theoretical Integration and Illustrative Application*. *The Academy of Management Review*, vol. 10(3), pp. 558-567.

TEBAR, Wilton Boigues Corbalan; OLIVEIRA, Edson Freitas de. **Governança Corporativa aplicada no processo de recuperação de empresas**. V. 5, n. 5, 2009.

Disponível em:

<<http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/ETIC/article/view/2585>>.

THALER, Richard H.; SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven: Yale University Press, c2008.

TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL. **Índice de Percepção da Corrupção 2021**. Disponível em: <<https://comunidade.transparenciainternacional.org.br/retrospectiva-brasil-2021>>.

____. **Índice de Percepção da Corrupção 2022.** Disponível em:
<<https://transparenciainternacional.org.br/ipc/>>.

UNIÃO EUROPEIA. **A luta da União Europeia contra a fraude e a corrupção.**
Luxemburgo: Serviço de Publicações da União Europeia, 2015.

WALD, Arnaldo. **A responsabilidade dos sócios na sociedade civil e na sociedade anônima.** Revista do Ministério Público. Rio de Janeiro: MPRJ, n. 36, abr./jun. 2010, p. 3-16.