

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE
FACULDADE DE DIREITO

Bárbara Simões Narciso

Compliance e conflito de interesses: análise comparativa dos programas listados no novo mercado em 2020 e 2022

Juiz de Fora
2022

Bárbara Simões Narciso

Compliance e conflito de interesses: análise comparativa dos programas listados no novo mercado em 2020 e 2022

Dissertação apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do bacharel em Direito. Área de concentração:

Orientador: Dra. Caroline da Rosa Pinheiro

Juiz de Fora
2022

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Simões Narciso, Bárbara.

Compliance e conflito de interesses : análise comparativa dos programas listados no novo mercado em 2020 e 2022 / Bárbara Simões Narciso. -- 2022.

54 p.

Orientadora: Caroline da Rosa Pinheiro

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Direito, 2022.

1. Compliance. 2. Programas de Integridade. 3. Conflitos de Interesses. 4. Novo Mercado. 5. Autorregulação. I. da Rosa Pinheiro, Caroline, orient. II. Título.

Bárbara Simões Narciso

Compliance e conflito de interesses: análise comparativa dos programas listados no novo mercado em 2020 e 2022

Dissertação apresentada ao Nome do Curso ou Programa da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em História. Área de concentração:

Aprovada em 17 de fevereiro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Caroline da Rosa Pinheiro - Orientadora
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Fabrício de Souza Oliveira
Universidade Federal de Juiz de Fora

Dra. Maíra Fajardo Linhares Pereira
Universidade Federal de Juiz de Fora

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo realizar uma análise comparativa entre a qualidade dos programas de integridade das companhias listadas no segmento de Novo Mercado da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) em janeiro de 2020 e janeiro de 2022. Considerando os padrões de governança exigidos pelo mercado de capitais, a pesquisa verifica o conteúdo de programas, especificamente, as políticas adotadas em matéria de conflito de interesses. O presente exame engloba o grau de variação dos resultados; o impacto das inovações legislativas (se e como foram incorporadas); eventuais modificações nas regras estabelecidas pela B3 quanto ao parâmetro do conflito de interesses no período compreendido entre 2020 e 2022; o número de sociedades que, eventualmente, deixaram o segmento de Novo Mercado da B3 e, por fim, se os motivos de saída se relacionam à pandemia do Covid-19 ou ao descumprimento de alguma regra de conflito de interesses; além de verificar quantas sociedades ingressaram no citado segmento. Para tanto, é realizado o enfrentamento desse tema no âmbito do *compliance*, partindo das alterações da Lei nº 14.195/2021 quanto Políticas de Transação com Partes Relacionadas (TPR).

Palavras-chaves: Compliance; Programas de Integridade; Conflito de Interesses; Novo Mercado, Autorregulação.

ABSTRACT

The objective of this article is to conduct a comparative analysis of the quality of the integrity programs of companies listed in the Novo Mercado segment of the B3 (Brazil, Bolsa, Balcão) as of January 2020 and January 2022. Considering the governance standards required by the capital market, the research verifies the content of programs, specifically, the policies adopted on conflict of interest. The present examination encompasses the degree of variation in results; the impact of legislative innovations (if and how they were incorporated); possible changes in the rules established by B3 regarding the conflict of interest parameter in the period between 2020 and 2022; the number of companies that eventually left B3's Novo Mercado segment and, finally, whether the reasons for leaving are related to the Covid-19 pandemic or to the non-compliance with any conflict of interest rule; besides verifying how many companies joined the mentioned segment. For such, the confrontation of this theme is carried out within the scope of compliance, starting from the alterations of Law 14.195/2021 regarding Related-Party Transaction Policies (TPR).

Keywords: Compliance; Integrity Programs; Conflict of Interest; New Market, Self-regulation

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	CONFLITO DE INTERESSES.....	13
2.1	CONCEITO, EXTENSÃO, CONSEQUÊNCIAS.....	13
2.2	CONFLITO DE INTERESSES, FUNÇÃO SOCIAL E INTERESSE SOCIAL DA EMPRESA: COMPLIANCE COMO FERRAMENTA ADEQUADA NA MITIGAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES.....	18
2.3	CONFLITO DE INTERESSES: VISÕES MINIMALISTA E MAXIMALISTA.....	19
2.4	TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS, LEI Nº 14.195/21 E CONFLITO DE INTERESSES.....	20
3	PAPEL DA B3 NO MERCADO DE CAPITAIS.....	26
3.1	ENFORCEMENT E FUNÇÃO PÚBLICA.....	26
3.2	REGULAMENTAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES E EFICÁCIA DO SISTEMA DE AUTORREGULAÇÃO DA B3.....	29
4	ESCOPO METODOLÓGICO DA PESQUISA.....	32
4.1	ANÁLISE EMPÍRICA E JUSTIFICATIVA METODOLÓGICA DA PERQUIRIRIÇÃO.....	32
4.2	A ANÁLISE EM SI.....	35
4.3	ANÁLISE COMPARATIVA: O COMPROMISSO FIRMADO PELAS COMPANHIAS DO NOVO MERCADO EM RELAÇÃO À MITIGAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES, EM 2020 E EM 2022.....	36
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	47
5	CONCLUSÃO.....	50
6	REFERÊNCIAS.....	51

1 INTRODUÇÃO

O Conflito de Interesses, como tema central da disciplina societária, não se encontra pacificado doutrinária ou jurisprudencialmente e é alvo constante de inovações legislativas e discussões a respeito de seu conceito, sua extensão e seu grau de influência na sociedade empresária¹.

Embora despido de conceito único, pode ser definido pela existência de um duplo interesse frente a uma decisão a ser tomada. Ocorre, por exemplo, sempre que um acionista, administrador, empregado e colaborador encontra-se em posição dupla frente à sociedade, possuindo, ao mesmo tempo, o dever legal de se posicionar a favor dos interesses da sociedade e o seu interesse privado em determinada questão, tornando inevitável o atendimento de um interesse em detrimento de outro (AZEVEDO, FRANÇA, 2003, pp. 658-660)².

O seu estudo, aliado aos mecanismos de *compliance*, permite averiguar, ao mesmo tempo, se (i) a companhia procura estabelecer o instrumento como mitigador do impacto de interesses duplos na coesão social e estabilidade da companhia frente ao mercado; (ii) se, em relação à função social da empresa, há a preocupação com aspectos subjetivos que podem e devem ser utilizados como instrumentos para ressaltar o compromisso da atividade empresarial com a construção de uma sociedade mais justa, ressaltando os deveres que resultam para a empresa (FRAZÃO, 2009, p. 23).

Permite também a verificação (iii) da forma como as empresas direcionam a solução de seus conflitos (externos e internos); (iv) do grau de conformidade das ações adotadas com a legislação vigente; (v) se o interesse da companhia é compatível com os valores preconizados constitucionalmente, considerando a Função Social da Empresa na perspectiva proposta por Ana Frazão (2009); e como a sociedade trabalha para que (vi) o interesse social não se reduza aos interesses dos sócios atuais³; (vii) haja cumprimento das normas, dotando o mercado de maior reputação e receptividade pelo público alvo (FERRAZ, 2012, p. 36).

¹ A título exemplificativo, Leis 6.404/76 - Lei das Sociedades por Ações -, que revogou por completo o Decreto-Lei nº 2.627/40; na Lei 10.303/01, que revogou parte da Lei das S.A.; no decreto nº 8.420/15, que regulamentou a Lei 13.846/13 - Lei Anticorrupção; na lei 12.813/13, que regulamentou o conflito de interesse na Administração Pública; na Lei Antitruste - 12.529/11, do CADE, que estruturou o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. E mais recentemente, na Lei nº 14.195/21, que dispõe, entre outros, sobre a proteção de acionistas minoritários.

² Dessa forma, é estabelecido quando o integrante da companhia não tem apenas o seu interesse enquanto funcionário, gestor, acionista, mas também enquanto particular, podendo influenciar uma decisão a ser tomada na sociedade ou nas relações contratuais, no sentido de ir contra o melhor interesse da companhia.

³ Tal situação engloba tanto a atividade, cujo fim é a produção e circulação de bens e serviços, quanto os interesses em torno da sociedade, com o fim de realizar o objeto social e cumprir sua função social.

Mas não é só. Em atenção às Políticas de Transação com Partes Relacionadas (TPR), permite (i) manter a competitividade, conformidade, transparência, equidade e proporcionalidade das decisões tomadas; (ii) parar as transações que diminuem valor e permitir que as negociações que aumentam o valor prossigam; (iii) diminuir os custos da transação; (iii) impedir deliberações que consubstanciam formas de extração de riqueza em detrimento dos acionistas minoritários, entre outros.

Nesse contexto, foi realizada pesquisa empírica sobre a qualidade dos programas de integridade das companhias listadas no segmento de Novo Mercado da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) em janeiro de 2020. Considerando os padrões de governança exigidos pelo mercado de capitais, a pesquisa verificou o conteúdo dos programas das 142 companhias até então listadas no segmento em comento, especificamente, as políticas adotadas em matéria de conflito de interesse, com o foco de examinar se e como era realizado o enfrentamento desse tema no âmbito do *compliance*, partindo da hipótese de que os programas examinados possuíam níveis satisfatórios de governança, com regras que poderiam impactar positivamente as medidas para mitigação de conflito de interesses.

Os resultados da pesquisa realizada em 2020 demonstraram que, embora o *compliance* constasse como requisito fundamental à setorialização conferida pelo Novo Mercado, a B3 não o utilizava como instrumento de controle de mercado e as sociedades listadas direcionavam, ao tempo da pesquisa, a solução de seus conflitos (internos e externos) centrada nas figuras tipicamente listadas pela LSA - acionistas e administradores -, mormente porque a preocupação em relação ao conflito de interesses se centrava apenas nas TPRs e; o grau de conformidade em relação aos padrões exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado não era seguido adequadamente⁴.

Isso em face dos materiais disponíveis nos sítios eletrônicos das companhias listadas, os quais serviram de aparato para a análise e para a adoção da perspectiva de que o cumprimento das normas de Conflito de Interesses apresentava conteúdo declaratório, que, a princípio, não vinculava o compromisso sustentado no programa de integridade.

Como a pesquisa empírica, a partir da definição da amostra, captura de dados e maneira de proceder à investigação é extremamente complexa, se comparada a simples sistematização de ideias e contraposição de argumentos (FERREIRA; FERREIRA, 2019, p.

⁴A pesquisa constituiu parte das atividades do grupo de pesquisa “Empresa, Direito e Responsabilidade” (“EDRESP”), da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora que, durante o ano de 2020, concentrou suas atividades na realização da análise empírica que serve de dado primário no presente trabalho e foi objeto de publicação de artigo na obra “Compliance entre teoria e prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado (2022)”.

05), aquela exigiu estudo aprofundado com o fim de verificar e validar os dados coletados, em consonância com o viés metodológico adotado. Por isso, ao longo do ano de 2021, a pesquisa voltou-se especificamente à análise e discussão dos resultados obtidos durante a coleta de dados de janeiro de 2020⁵.

Tal passo foi primordial, porque a pesquisa empírica, independente de seu objetivo específico de estudo, deve seguir algumas etapas, tais como coleta de dados; resumo e organização dos dados para uso do pesquisador ou outro interessado, conferindo a validade das informações obtidas; e a realização de inferências (FERREIRA; FERREIRA, 2019, p.05). Ademais, em uma análise qualitativa, como a realizada, a preocupação não reside apenas na representatividade numérica do grupo pesquisado - resultado do compromisso das companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3 -, mas com o aprofundamento do que se está analisando e com os elementos mais significativos da pesquisa.

Estes últimos demonstraram a necessidade de reanálise dos dados coletados para verificar se, a partir da premissa de que os programas de integridade são instrumentos de viabilização de observância às normas jurídicas e éticas capazes de superar as deficiências do modelo regulatório tradicional (PINHEIRO; SOARES, 2022, p. 245), e em relação à inferência de utilização, pela B3, dos mecanismos de *compliance* como instrumento meramente declaratório, resultado da pesquisa de janeiro de 2020, é possível estabelecer, em um lapso temporal de 2 (dois) anos, uma mudança de posicionamento institucional ou uma consolidação da posição da B3 em relação aos programas.

Dessa forma, a primeira análise consistiu em uma coleta de dados primários, cujo objetivo é ser utilizado em pesquisas futuras (EPSTEIN; KING, 2013, p. 11)⁶, tal como na presente pesquisa, para a obtenção, a longo prazo, de um diagnóstico dos arranjos institucionais da B3 em matéria de governança e integridade e, em especial, em matéria de conflito de interesses.

Com isso em mente, orienta a presente perquirição o seguinte problema de pesquisa: *as políticas institucionais das sociedades empresárias listadas no segmento do Novo Mercado da B3 demonstraram maior grau de conformidade em relação aos padrões exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado e pela legislação, quando comparadas com os*

⁵ Além disso, realizar uma pesquisa empírica exige muitos meses, porque envolve a discussão, o planejamento, a elaboração de instrumentos que facilitem o estudo (como tabelas, planilhas), a realização de testes, a sistematização dos dados, multivariadas análises e reanálises, possíveis retornos ao campo e de relatórios que auxiliarão nas conclusões (FERREIRA; FERREIRA, 2019, p.10).

⁶ EPSTEIN, Lee; KING Gary. Pesquisa empírica em direito: as regras de inferência. São Paulo: Direito Getúlio Vargas, 2013.

resultados obtidos em 2020? Parte-se da hipótese de que, com a promulgação da MP nº 1.040 de 29 de março de 2021, agora Lei nº 14.195/2021, tenha havido a necessidade de revisar as políticas de “Transações com Partes Relacionadas” (TPR) e estabelecer novas premissas, modificando o padrão das TPR e aumentando o grau de conformidade com o Regulamento supracitado.

Para tal perquirição foram utilizados como marcos teóricos as ideias desenvolvidas por Calixto Salomão Filho (2015) e Azevedo e França (2003), em relação à abordagem do conflito de interesses em matéria de direito societário; Ana Frazão (2009), à conceituação de função social e interesse social da empresa; Eduardo Lemos Lins de Albuquerque (2018), ao interesse social da empresa e sua relação com os programas de *compliance* e; Adriano Augusto Teixeira Ferraz (2012) e Leonardo Adriano Ribeiro Dias e Sabrina Maria Fadel Becue (2012) à natureza jurídica da relação de autorregulação realizada pelos agentes do Mercado de Capitais, precipuamente B3 e CVM e a importância do conflito de interesses para o funcionamento do mercado.

Por último, as ideias desenvolvidas na Parte II da obra “*Compliance* entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado” também serviram de norte para a elaboração do presente trabalho, tendo em vista que sedimenta os códigos de conduta como instrumentos vinculativos, na medida em que considera que estes invertem a hierarquia entre *soft law* e *hard law*, e frequentemente consubstanciam normas mais rigorosas que as exigidas pelo regulador (PINHEIRO; SOARES, 2022, p. 245).

Dispondo sobre o segundo marco estabelecido, a função social - como princípio que orienta a atuação empresarial - é, em sua base, a preocupação de que os direitos subjetivos possam - e devam - ser instrumentos de construção de uma sociedade mais justa, se apresentando como expressão última do compromisso da atividade empresarial com a dignidade da pessoa humana, “inclusive para o fim de ressaltar os deveres que resultam para a empresa” (FRAZÃO, 2009, p. 23). Por outro lado, o interesse social - “não redutível aos interesses dos sócios atuais” (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 37) -, engloba tanto a atividade, cujo fim é a produção e circulação de bens e serviços, quanto os interesses em torno da sociedade, com o fim de realizar o objeto social e cumprir sua função social. Assim, embora não sejam sinônimos, estão em constante interpenetração. O primeiro amplia e modifica o segundo já que, aliado ao direito subjetivo, estarão os deveres positivos e as obrigações de fazer decorrentes da interdependência social (FRAZÃO, 2009, p. 11).

A relação desse interesse social, previamente estabelecido e ampliado pela função social, e os mecanismos de *compliance* é delimitada pelo terceiro marco teórico, que estabelece como os mecanismos de *compliance* devem atuar no interior da sociedade para materializar o melhor interesse da companhia, constituindo ferramentas de efetiva modificação no modo de agir da sociedade⁷⁸. Isso ocorre na medida em que se estabelecem funções de garantia e funcional para cada um dos indivíduos diante de situações concretas de risco, evitando a dissolução de responsabilidade e comportamentos contraditórios e ilícitos (ALBUQUERQUE, 2018, p. 102).

Por último, a análise dos programas de integridade divulgados pelas companhias - autorregulação de base voluntária e de caráter vinculativo (TEUBNER, 2020, p. 10) - deve ser sempre realizada em conjunto com a regulação de base legal - cumprida, no Brasil, pela CVM e pela B3 -, porque essa conjugação de esforços garante o cumprimento das normas de caráter contratual e legal, dotando o mercado de maior reputação e receptividade pelo público alvo (FERRAZ, 2012, p. 36). E para isso, é necessário compreender como regulação, influi no *enforcement* dos programas e, conseqüentemente, na atuação da B3, o que é feito por Dias e Becue (2012).

Mas não só. A análise é importante porque a desmutualização⁹ das bolsas gerou o alargamento da dimensão de influência de possíveis Conflitos de Interesses no desempenho da função pública realizadas pelos órgãos responsáveis, tendo em vista que passam a ter o lucro como objetivo (FERRAZ, 2012, p. 108).

Com isso em mente, objetiva-se, a partir da análise comparativa dos resultados obtidos i) o grau de variação dos resultados; ii) o impacto das inovações legislativas (se e como foram incorporadas); iii) eventuais modificações nas regras estabelecidas pela B3 quanto ao parâmetro do conflito de interesses; iv) quantas sociedades deixaram o segmento do Novo Mercado da B3 e se os motivos se relacionam à pandemia do Covid-19 ou ao descumprimento de alguma regra de conflito de interesses; além de verificar quantas entraram.

⁷ Os programas se afastariam dos chamados programas de conformidade, percepção que pode ser verificada em trabalhos já realizados, como o de CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana. *Compliance: perspectivas e desafios dos programas de conformidade*. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

⁸ Também leva ao afastamento do problema da cosmética, situação enfrentada em ALBUQUERQUE, Eduardo Lemos Lins de. *Compliance e crime corporativo*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2018.

⁹ A desmutualização se refere “à tendência de conversão das bolsas de associações, cujos membros são os corretores de valores mobiliários, para sociedades anônimas de capital aberto, cujos membros são acionistas, o que leva a mudança das entidades de associações sem fins lucrativos para sociedades com finalidade de lucro (FERRAZ, 2012, p. 105).”

Além da revisão bibliográfica acerca do conflito de interesses em matéria societária, a pesquisa segue a metodologia da anterior, considerada do tipo de análise documental¹⁰ e o método utilizado é prevalentemente dedutivo¹¹.

Para tanto, a análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado ora proposta como modelo de revisitação e reexame da matéria foi realizada no período compreendido entre 01 de janeiro 2022 a 20 de janeiro de 2022. A verificação de cada documento se deu a partir de critérios reunidos em um questionário, previamente estruturado com base em pesquisa sobre o conflito de interesses. Além disso, o questionário foi atualizado para incorporar duas perguntas em relação à atualização da TPR desde a análise de 2020 e ao fato de a política ter se atualizado (ou não) quanto ao disposto na Lei nº 14.195/2021.

O presente trabalho se divide em cinco partes. A primeira compreende a presente introdução, estabelecendo os aspectos gerais da pesquisa. A segunda parte expõe os elementos formadores da pesquisa, conceitua o conflito de interesses, as TPRs e o contexto da Lei nº 14.195/2021, a ensejar a necessidade de nova amostra de dados. A terceira, por sua vez, se destina a estabelecer o papel da B3 no mercado de capitais brasileiro, abordando sua capacidade de *enforcement*, função pública e eficácia do sistema de autorregulação proposto. A quarta se ocupa dos aspectos metodológicos da coleta de dados e da análise comparativa proposta. Por fim, a quinta se destina à conclusão, considerando o estudo teórico e os resultados obtidos.

2 CONFLITO DE INTERESSES

2.1 CONCEITO, EXTENSÃO, CONSEQUÊNCIAS:

O conflito de interesses, no âmbito societário, é a situação a partir da qual o acionista ou administrador encontra-se em posição dupla frente à sociedade empresária (i) na tomada

¹⁰ Este método de coleta de dados é responsável por eliminar, em partes, as esferas de influência do pesquisador em relação ao material analisado, suscitando questões relevantes e preliminares à análise, as quais apresentam-se como obstáculos a serem superados pelo sujeito, antes de este encontrar-se em condições de analisar o material coletado. In: *CELLARD, André. A análise documental. POUPART, Jean. A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos. Petrópolis: Vozes, 2008, pp. 299-303.*

¹¹ O método prevalentemente dedutivo caminha da pesquisa ao caso, verificando hipóteses elaboradas a partir de um método teórico preestabelecido. Optou-se pela utilização da expressão “prevalentemente”, porque “se tomarmos a indução e a dedução como ‘operações intelectuais’, ambas participam a todo tempo de um percurso de pesquisa.” In: *MACHADO, Maira Rocha (Org.). Pesquisar empiricamente o direito. São Paulo: Rede de Estudos Empíricos em Direito, 2017. 428 p.*

de decisões nas assembleias gerais e (ii) na atuação cotidiana dos órgãos administrativos dessa mesma companhia.

Para o primeiro caso, o interesse social leva em consideração os interesses dos acionistas reunidos na assembleia de deliberação, e para o segundo, os interesses dos diversos *stakeholders* na atuação diária da companhia¹².

Dentre as suas características enumera-se: i) existência de uma situação antagônica ou contraposta entre os interesses do colaborador e da sociedade; ii) existência de um nexo de causalidade entre o interesse extra-social ou particular do sujeito em prejuízo do interesse social; iii) esse interesse extra-social ou particular pode ser próprio ou de terceiro; iv) irrelevância da intenção do colaborador em causar prejuízo - ou não - à companhia e o conhecimento do mesmo a respeito da existência do conflito (AZEVEDO; FRANÇA, 2003, p.656)¹³.

Dessa forma, trata-se de um jogo normal de contradições, em que “uma das partes busca satisfazer seus interesses da melhor forma possível” (GRAU, FORGIONI, 2005, 30), fazendo com que não haja mais uma atuação em conformidade com o interesse societário estabelecido, mas uma ação viciada, cujo resultado é a preponderância de um interesse - particular ou extra-social - sobre o outro - o melhor interesse da sociedade¹⁴.

Com o passar dos anos, essa estrutura faz com que a discussão a respeito dos múltiplos interesses envolvidos na sociedade torne-se, embora não proibida (e nem poderia sê-lo), totalmente estranha no bojo das sociedades¹⁵. Isso gera dois problemas: i) o fortalecimento da estrutura de monopólio e concentração de poder na sociedade, cujo reflexo pode ser o de fazer com o que o direito empresarial se sucumba à hierarquia e ii) o enfraquecimento das soluções encontradas para avaliar e sopesar a correta avaliação e distribuição dos benefícios entre interesses contrapostos, em virtude do binômio hierarquia e direito.

¹² Ou seja, “nas tomadas de decisões pelos órgãos administrativos e que dizem mais respeito às atividades exercidas diariamente pela companhia do que às diretrizes gerais que adota” (CARVALHO, OLIVEIRA, 2013, p. 38).

¹³ No texto os autores reportam-se tão somente às figuras do sócio e do acionista, haja vista o contexto de sua elaboração, entretanto, como será melhor desenvolvido ao longo desta parte, impor a regra de não agir mediante conflito de interesse somente para essas funções é uma escolha simplista diante da realidade societária, tendo por norte a visão de que todos os trabalhadores devem estar igualmente comprometidos com o cumprimento da função social e do interesse social pré-estabelecido.

¹⁴ O Conflito de Interesses, enquanto matéria de direito societário, é inclusive amplamente reconhecido na Lei de Sociedades por Ações (LSA), por exemplo, nos arts. 115; 117, § 1º, “c” e “e”; 154, caput e § 1º.

¹⁵ De uma forma geral, a estrutura em torno do sistema jurídico leva à determinação de normas de conduta guiadas por padrões de poder e não por valores, se opondo à função valorativa de interesses, cerne da organização jurídica das relações sociais (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 257).

E como as normas criadas pelo direito constituem um corpo de regras organizativas de uma sociedade, esse pode ser frequentemente influenciado, “quando não determinado, pelas relações de poder e interesses na sociedade” (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 123), importando no ponto central de preocupação em relação ao conflito de interesses. Neste sentido, as regras podem ser cumpridas ou descumpridas muito mais em função dos interesses envolvidos na relação e de seu poder relativo do que da efetiva existência e do conteúdo de princípios e regras.

Por isso, é necessário mudar o método de interpretação do tema, já que a eficácia das soluções dependerá do grau concreto de influência que cada elemento do binômio tem sobre o funcionamento do sistema social e jurídico (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 261).

Mudar esse panorama exige passar por uma identificação clara dos interesses a serem protegidos pelos princípios e pelas normas, a fim de que a preocupação em torno de sua extensão e importância seja identificada¹⁶. E realizar tal modificação estrutural importa reconhecer a função de organização às regras que disciplinam as relações entre particulares, aprofundando a capacidade de criar parâmetros cooperativos no interior de uma sociedade (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 21).

Mas não só. Embora o problema pareça ser solucionado por meio de uma regra de proibição de atuação mediante situação de conflito de interesses, nem sempre este, identificado como conflito entre as pessoas envolvidas - sócios, credores, trabalhadores, colaboradores, comunidade, etc. - será resolvido tão somente com a criação de uma regra (SALOMÃO FILHO, 2002, p.90). Embora regras possam ser criadas, o seu cumprimento não é espontâneo. Portanto, não é suficiente sopesar os diversos interesses envolvidos, sendo imperiosa a adoção de uma postura ativa por parte da sociedade, objetivo primordial dos programas de *compliance*.

Isso ocorre, porque, a exemplo das Transações com Partes Relacionadas, objeto de explanação no tópico 2.4. Tais transações não são intrinsecamente boas ou ruins, mas objetivamente majoram os conflitos de interesse. Dessa forma, o prévio impedimento de qualquer negociação impede que a companhia se beneficie com a redução dos custos de transação. A título exemplificativo, empréstimos ou garantias interempresariais da matriz para uma subsidiária estrangeira; a venda de recebíveis para uma entidade de propósito

¹⁶ Isso porque, embora a empresa capitalista seja a materialização dos interesses econômicos do empresário, existem outras alternativas possíveis e, dentre essas, a construção de uma empresa respeitosa “inclusive em relação aos interesses daqueles por ela afetados” (CALIXTO, 2015, p. 125).

especial, e um contrato de *leasing* ou licenciamento entre uma matriz e uma subsidiária estrangeira (HENDRIKS; HERSKOVICH, 2018, p. 1).

Por outro lado, a mera existência de um relacionamento com partes relacionadas, que tenham interesses extra-sociais ou particulares em determinada operação, pode afetar a demonstração do resultado ou balanço patrimonial da sociedade. Por exemplo, uma parte pode abster-se de agir por causa da influência significativa de outra ou uma controlada pode ser orientada pela sua controladora a não se envolver em atividades de pesquisa e desenvolvimento (CVM, 2010, p.3)

Por essas razões, o conhecimento das transações e a gestão e avaliação dos riscos e das oportunidades com os quais a companhia se depara, demanda a identificação de um princípio geral de conflito de interesses apto a demonstrar que é inadmissível a sobreposição de interesses particulares ao objetivo do negócio (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 26).

E a forma mais viável de tornar a discussão do conflito de interesses efetiva e garantir o eventual cumprimento das regras relativas a esse parâmetro é a adoção da solução organizativa, vindo nessa não uma forma de organização do poder controlador, mas antes uma forma de integração dos conflitos entre os fatores que podem operar na atividade empresarial.

Em especial no campo em expansão da governança corporativa, tem-se documentado variações significativas nos contornos e na eficácia de mecanismos para alívio de problemas de agência - no caso em tela, relativamente a acionistas controladores e acionistas não-controladores - e proteção de investidores (MILHAUPT, PARGENDLER, 2018, p.11). Por isso, acredita-se que mecanismos de *compliance*, aliados à autorregulação, são capazes de conter os riscos de TPRs abusivas por meio da implementação de políticas apropriadas de supervisão, divulgação pública de resultados, setorização por nível de cumprimento de governança corporativa e aplicação de sanções.

Só assim as soluções de governança aumentarão a eficiência organizativa, reduzindo custos, principalmente em um país - o Brasil - que frequentemente se mostra ineficiente em defender os interesses dos *stakeholders* em momentos de crise de confiança (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 93). E isso ocorre à medida que traz debates profundos compatíveis com as realidades social e econômica de cada sociedade.

Neste último ponto se encontra mais um demonstrativo do potencial que os mecanismos de *compliance* têm de fazer cumprir com interesse e função sociais da empresa, já que a garantia do cumprimento de princípios e normas criados pelo programa de integridade se dá mediante a natureza jurídica e vinculativa desse instrumento.

Quando as companhias divulgam os códigos corporativos, estes constituem auto-contrato e são compreendidos como declarações sérias de autovinculação, sendo utilizados, inclusive, para fins de execução (TEUBNER, 2020, p. 10). Dessa forma, o valor do programa não se refere tão somente às questões internas, mas antes à perseguição de interesses públicos, alinhando economia e sociedade via internalização de demandas sociais nas decisões empresariais.

Assim, como são os atores privados que decidem sobre elaboração, conteúdo e aplicação, a liberdade para a instituição do *compliance* reveste-se em observância obrigatória dos preceitos¹⁷, cuja atuação contraditória pode constituir juridicamente *venire contra factum proprium*, haja vista a latente contradição entre a divulgação desses documentos como normas da companhia e o argumento de serem meras declarações acerca das intenções empresariais (TEUBNER, 2020, pp. 9-10).

No mesmo sentido, essa postura ativa demanda a identificação de um princípio geral de conflito de interesses apto a demonstrar que é inadmissível a sobreposição de interesses particulares ao objetivo do negócio (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 26).

Faz-se necessária, portanto, a utilização de ferramentas para mudanças no comportamento dos agentes que sejam capazes de realizar não só a promoção de uma cultura de boa governança, como também a fiscalização efetiva das pessoas naturais que apresentam ou representam a sociedade (ATHAYDE; FRAZÃO, 2018, p.76)¹⁸, papel desempenhado pelos mecanismos de *compliance*, que demandam uma postura empresarial de enfrentamento da corrupção e do déficit ético na gestão empresarial e das diversas formas de práticas abusivas.

Ao impor um comportamento empresarial ativo, além de auxiliar no cumprimento de condutas legais, éticas e transparentes, rompe com o paradigma do *shareholder value* mediante a consecução de interesse social moldado pela função social da empresa. Evita, portanto, risco de excesso de poder por gestores - aumentando a possibilidade de condutas com interesses extra-sociais - e falta de *accountability*, justamente por expandir os destinatários dos deveres fiduciários de lealdade e diligência (FRAZÃO, 2009).

¹⁷ De outro lado, o argumento para a não vinculatividade consiste na liberdade de organização interna das empresas por meio dos códigos de conduta, as quais objetivam não submeter suas normas internas ao controle jurisdicional (TEUBNER, 2020, p. 10).

¹⁸ O *compliance* é, pois, “por iniciativa própria do agente privado, o elemento motriz das mudanças, e não uma simples consequência de incentivos públicos” (ATHAYDE; FRAZÃO, 2018, p. 307).

2.2 CONFLITO DE INTERESSES, FUNÇÃO SOCIAL E INTERESSE SOCIAL DA EMPRESA: *COMPLIANCE* COMO FERRAMENTA ADEQUADA NA MITIGAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES

Tendo por norte que a função social altera e amplia o interesse social, baliza estrutural e valorativa da gestão das sociedades empresárias (FRAZÃO, 2018, p. 10), esse interesse é efetivado em dois momentos, podendo haver intercâmbio entre eles: i) por meio da tomada de decisões nas assembleias gerais e ii) por meio da atuação cotidiana dos órgãos administrativos dessa mesma companhia.

Para o primeiro caso, o interesse social leva em consideração os interesses dos acionistas reunidos na assembleia de deliberação, e para o segundo, os interesses dos diversos *stakeholders* na atuação diária da companhia¹⁹.

Isso, em face do caráter marcadamente institucional e quase público²⁰ das companhias abertas (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 31), reforça a indispensabilidade do parâmetro do Conflito de Interesses quando da elaboração de um programa efetivo, haja vista que o parâmetro exercerá forte influência no desenho do programa de *compliance*. Por lógica, uma empresa multinacional, com milhares de colaboradores, “exigirá o estabelecimento de procedimentos de controle muito mais complexos que pequenas e médias empresas, limitadas tanto a nível territorial quanto a nível pessoal” (ALBUQUERQUE, 2018, p. 110).

Quanto maior o seu tamanho e a quantidade de colaboradores, maior será a presença de interesses diversos, e sem o devido controle, pode gerar a quebra do interesse social pela redução ao interesse dos sócios atuais, sem considerar o seu contexto de elaboração e os *stakeholders*²¹, especialmente nas TPRs, em que os controladores corporativos podem extrair inúmeros benefícios - pecuniários ou não - da operação. Em resumo, pode fazer com que o

¹⁹ Ou seja, “nas tomadas de decisões pelos órgãos administrativos e que dizem mais respeito às atividades exercidas diariamente pela companhia do que às diretrizes gerais que adota” (CARVALHO, OLIVEIRA, 2013, p. 38).

²⁰ Fábio Konder Comparato (2005, p. 558) pontua que, embora seja possível reconhecer a primazia do interesse particular dos sócios e da *affectio societatis* nas pequenas empresas, no que se refere à macroeconomia de capital aberto, “isto é impossível. Além dos interesses dos acionistas, que já não são homogêneos, deve aduzir-se o dos empregados e colaboradores autônomos da empresa, o da comunidade em que atua e o próprio interesse nacional, por vezes”.

²¹ Essa afirmação parte da visão institucionalista do interesse social, sendo que este se identifica como extra-acionário atribuído à própria empresa, contrapondo-se às teorias contratualistas, que sustentam ser o interesse social coincidente com o interesse do grupo de sócios. In: CAVALI, Rodrigo Costenaro. *O interesse da companhia e o conflito de interesses nas deliberações assembleares das sociedades por ações. Monografia apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2001, p. 9. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/43691>>. Acesso em 3 jul. 2020.*

interesse social passe a ser definido somente com relação ao seu primeiro momento de efetivação.

Soma-se a essa discussão o fato de que, apesar de a função social da empresa não ser somente norma programática, mas possuir dimensão ativa ou impulsiva da função social, há problemas em torno da sua efetivação, dentre eles i) ausência de imposição por parte da doutrina e legislação mais consolidada de um papel mais contributivo por parte das empresas, bem como de sugestão quanto à adoção de medidas específicas que colaborem para o bem-estar social, existindo; portanto, presunção de que a atividade empresarial, por si só, cumpre papel social; ii) ausência de indicativos de como as companhias podem cumprir a função social e; iii) ausência de imposição de sanção específica quando há descumprimento dessa função (TARTAGLIA, 2018, p. 26).

Os programas de *compliance*, nesse aspecto, possuem como principal fundamento justamente o cumprimento da função social da empresa, já que demandam uma postura empresarial de enfrentar a corrupção e o déficit ético na gestão empresarial e as diversas formas de práticas abusivas, a partir da utilização de ferramentas para mudanças no comportamento dos agentes, realizando não só a promoção de uma cultura de boa governança, mas também a fiscalização efetiva das pessoas naturais que a apresentam ou representam (ATHAYDE; FRAZÃO, 2018, p.76)²².

2.3 CONFLITO DE INTERESSES: VISÕES MINIMALISTA E MAXIMALISTA

Faz-se necessário destacar que a abordagem do conflito de interesses a partir da solução organizativa – objeto de discussão no item 2.1 – apenas faz sentido para as correntes maximalistas, já que as minimalistas defendem que o controle empresarial deve estar voltado aos interesses dos acionistas, os quais são “sintetizados pela maximização do valor da empresa, já que os interesses das outras partes estão protegidos por contratos a serem cumpridos antes da distribuição de lucros entre os sócios” (SCHAPIRO; MARINHO, 2018, p. 1432). Em suma, defendem que o papel das regras corporativas é dirimir conflitos corporativos que envolvem o tema de investimento.

Por outro lado, os maximalistas orientam-se por uma política de valorização dos múltiplos interesses que constituem a sociedade empresária, articulando a noção de governança corporativa à realidade na qual a empresa está inserida, importando esta situação

²² O *compliance* é, pois, “por iniciativa própria do agente privado, o elemento motriz das mudanças, e não uma simples consequência de incentivos públicos” (ATHAYDE; FRAZÃO, 2018, p. 307).

para o estabelecimento de regras e políticas. Em resumo, a exclusiva proteção dos acionistas “não levaria em conta nem a realidade econômica da empresa, que é mais completa do que as relações entre seus sócios, nem tampouco a relação da empresa com o seu entorno institucional” (SCHAPIRO; MARINHO, 2018, p. 1432).

Mas não só. Estabeleceria a sociedade empresária como redutível aos interesses dos acionistas, englobando o fim de maximização dos lucros e investimento e excluindo os demais interesses existentes em torno da sociedade, quais sejam: a realização de seu objeto social e o cumprimento de sua função social.

Portanto, em observância ao conceito de conflito de interesses e à noção de que todos os trabalhadores devem estar igualmente comprometidos com a persecução do interesse social, com base no explanado no tópico 2.1, a corrente minimalista colocaria em centralidade os acionistas e excluiria outros interesses a serem protegidos pelas regras corporativas - o que configura uma explicação para o fato de, em 2020, as sociedades empresárias, conforme quadro comparativo do tópico 4.2, terem centrado a preocupação do conflito de interesses nas figuras tipicamente listadas na LSA. Excluiria do âmbito de atuação da governança corporativa e dos mecanismos de *compliance*, interesses outros, que não os dos próprios acionistas, o que pode causar diversos problemas, conforme será visto no tópico 4.2.

Ademais, em comparação com a estrutura do trabalho na análise de 2020, esta perquirição conta com o acréscimo de uma seção específica para discorrer acerca das Transações com Partes Relacionadas. Isso ocorre por alguns motivos, dentre eles (i) ser uma das políticas que consta na lista de documentos e informações a serem apresentados para o pedido de admissão de ações à negociação no segmento do Novo Mercado (segmento discutido no presente trabalho)²³; ii) ter sido alvo de modificação legislativa no último ano, conforme Lei nº 14.195/2021, retomando discussões importantes e não pacificadas em matéria societária; e iii) a necessidade de explorar a importância da inclusão das perguntas 14.1 e 14.2 para o aprimoramento do questionário.

2.4 TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS, LEI Nº 14.195/21 E CONFLITO DE INTERESSES

²³ Informação disponível no Anexo 6.4.1 ao Manual do Emissor – Lista de Documentos e Informações a Serem Apresentados para o Pedido de Admissão à Negociação de Ações, o qual dispõe, *in verbis* que “[e]m caso de pedido de admissão de ações à negociação no Novo Mercado, deverão ser apresentados os seguintes documentos adicionais: 7. Política de Transações com Partes Relacionadas; e” p. 97. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 31 jan. 2022.

Por isso, ainda no contexto do conflito de interesses, as Transações com Partes Relacionadas são definidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida” (CVM, 2010, p. 4). Para estes efeitos, considera-se pessoa relacionada com a entidade que reporta a informação, aquela que: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação²⁴.

Entidade relacionada com a entidade que reporta informação, se:

(i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são interrelacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si); (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (*joint venture*) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro); (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (*joint ventures*) de uma terceira entidade; (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (*joint venture*) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade; (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a); (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade); (viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece serviços de pessoal-chave da administração da entidade que reporta ou à controladora da entidade que reporta (CVM, 2010, p. 4).

Por outro lado, não são consideradas pessoas relacionadas, nos termos do Pronunciamento Técnico nº 05, da CVM: (i) duas entidades simplesmente por terem administrador, membro do pessoal chave da administração em comum, ou este exercer influência significativa sobre a outra entidade; (ii) dois investidores simplesmente por compartilharem o controle conjunto sobre determinado empreendimento controlado em conjunto (*joint venture*); (b) dois empreendedores em conjunto simplesmente por compartilharem o controle conjunto sobre empreendimento controlado em conjunto (*joint*

²⁴ A CVM define, no Pronunciamento Técnico CPC nº 05, 2010, que pessoal chave da administração O “ são as pessoas que têm autoridade e responsabilidade pelo planejamento, direção e controle das atividades da entidade, direta ou indiretamente, incluindo qualquer administrador (executivo ou outro) dessa entidade”. Disponível em:<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_05_R1_rev06_Consolidado.pdf>. Acesso em 18 dez. 2021.

venture); (ii) entidades que proporcionam financiamentos; sindicatos; entidades prestadoras de serviços públicos; e departamentos e agências de Estado que não controlam, de modo pleno ou em conjunto, ou exercem influência significativa sobre a entidade que reporta a informação, simplesmente em virtude dos seus negócios normais com a entidade (mesmo que possam afetar a liberdade de ação da entidade ou participar no seu processo de tomada de decisões); (iii) cliente, fornecedor, franqueador, concessionário, distribuidor ou agente geral com quem a entidade mantém volume significativo de negócios, meramente em razão da resultante dependência econômica.

Assim, partes relacionadas são, em termos gerais, pessoas - executivos, diretores ou acionistas controladores - que tomam decisões para uma empresa - ou seus associados -, também chamados de controladores corporativos (PACCES, 2018, p. 1), que aumentam a probabilidade de conflitos de interesses, na medida que há a negociação com os associados do controlador, o que explica o porquê de as TPRs serem consideradas com desconfiança pela legislação empresarial.

Todavia, as TPRs podem desempenhar papel importante e legítimo em uma economia de mercado, na medida em que tanto comércio quanto investimentos estrangeiros são muitas vezes facilitados por transações de financiamento entre empresas, em que os custos mais baixos se tornam um forte incentivo para o engajamento nessas transações (HENDRIKS; HERSKOVICH, 2018, p. 1). Assim, o relacionamento com partes relacionadas é característico de sociedades empresárias, já que essas frequentemente realizam parte de suas atividades por controladoras, *joint ventures* - empreendimentos controlados em conjunto - e coligadas.

A preocupação chave em relação às Transações com Partes Relacionadas centra-se no fato de que elas podem não ser realizadas a preços de mercado, por influência da relação entre os dois lados da transação: o conflito de interesses. Nesses casos, uma das entidades possui a “capacidade de afetar as políticas financeiras e operacionais da investida por meio de controle pleno, controle compartilhado ou influência significativa” (CVM, 2010, p. 3).

Em resumo, tanto para acionistas quanto para a administração, as TPRs podem ser usadas como um mecanismo para extrair benefícios privados de controle ao custo de outros acionistas, ante a possibilidade de aprovação de transações que diminuam o valor da empresa enquanto aumentam o capital de controladores associados, o que pode variar de graus leves a extremos de expropriação (HENDRIKS; HERSKOVICH, 2018, p. 2).

Isso importa em maiores desafios quanto à proteção dos investimentos minoritários frente ao *tunneling*, transformando as deliberações em formas de extração de riqueza em

detrimento dos acionistas minoritários²⁵; e ao monitoramento do *propping*, que pode reduzir o bem-estar social geral, distorcendo a concorrência na economia e alocando mal os recursos públicos em transações com estatais, além de reduzir o espaço de empresas privadas na quebra de condições de igualdade²⁶ (PARGENDLER; MILHAUPT, 2018, pp. 2-7). Ademais, a competitividade, conformidade, transparência, equidade e proporcionalidade das decisões também se encontra em perspectiva nessas transações.

Por outro lado, as TPRs podem ser eficazes, quando capazes de parar as transações que diminuem valor e eficientes, quando capazes de permitir que as negociações que aumentam o valor prossigam, especialmente quando motivadas pela economia de custos da transação.

Por isso, visando regular a situação e impedir a expropriação, criam-se regras para lidar com as Transações com Partes Relacionadas e os conflitos de interesses subjacentes, o que implica, necessariamente, na superação do *trade-off* entre eficácia e eficiência, e entre interesse social e o extra-social ou particular dos controladores corporativos, cuja solução ótima é específica da empresa, vez que os benefícios potenciais das TPRs variam entre empresas e com o tempo (PACCES, 2018, p.3)²⁷.

Neste contexto, se existe uma ampla gama de estratégias legais para regulamentar a divulgação de transações de partes relacionadas e conflitos de interesses, e desafios sobre se e como distinguir transações de parte não relacionadas e como as normas devem diferir como resultado, além de um resultado ótimo que é específico de cada sociedade empresária (PACCES, 2018, p. 8), as sociedades devem guardar especial atenção quando da elaboração dessa política, principalmente quando de seu conteúdo mínimo e o grau de influência dessa política quando da celebração de negócios com partes relacionadas.

²⁵ Pargendler e Milhaupt (2018, pp. 2-3) utilizam o termo *tunneling* para descrever as diversas formas pelas quais os *corporate insiders* podem extrair riqueza da empresa em detrimento dos acionistas minoritários, pontuando que “Salvo roubo direto, a maioria dos casos de túneis se dá através de diferentes tipos de RPTs. A canalização em túnel pode ocorrer lenta e metodicamente, por exemplo, através de uma série contínua de transações que favorecem sistematicamente uma empresa de propriedade total de o controlador às custas de outra empresa do grupo com ações de propriedade de terceiros acionistas. Ou pode tomar a forma de uma única vez, como quando um acionista controlador retira dos acionistas minoritários a um preço abaixo do valor justo de mercado” e “ Para pegar alguns exemplos do Brasil, os investidores suspeitam que A Petrobras pagou demais na aquisição dos direitos de exploração de petróleo do governo brasileiro, seu acionista controlador.5 O governo também renegociou os contratos de concessão existentes com sua empresa controlada Eletrobrás em termos que foram rejeitados por empresas privadas de energia elétrica.” Tradução Livre.

²⁶ O *propping*, por sua vez, conduta que, em português, pode ser entendida como “escoramento” é o oposto do *tunneling*. Ou seja, é utilizado para auxiliar empresas, caso em que os recursos são transferidos de uma empresa do grupo (a vítima do túnel) para outra (o beneficiário do escoramento) (PARGENDLER; MILHAUPT, 2018, p. 7).

²⁷ Tal fato revela a importância de cada companhia listada no Novo Mercado estabelecer seus próprios conceitos de conflito de interesses e de partes relacionadas.

Dentro dessa discussão, faz-se necessário pontuar recente alteração em relação às TPRs, tendo em vista que a MP nº 1.040, de 29 de março de 2021, agora Lei nº 14.195/21, de 26 de agosto de 2021, modificando a redação do artigo 122 da LSA²⁸, passou a prever como competência privativa da assembleia geral a deliberação sobre transações com partes relacionadas (TPR) em companhias abertas.

Esse cenário reacende a discussão a respeito da natureza do conflito de interesses previsto no art. 115, §1º, da LSA²⁹. Isso porque nas TPRs, analisando a Lei nº 14.195/21 sob o viés formal, haverá o impedimento de voto em situação de conflito de interesses e esse controle de validade *ex ante* tende a gerar maior resultado para a companhia³⁰, na medida em que confere maior celeridade às negociações, e tende a diminuir custos para acionistas minoritários que queiram, eventualmente, questioná-las nas esferas administrativa e judicial (PINHEIRO, NARCISO, 2021, p. 1). Por outro lado, o controle a *posteriori* exige prova do conflito de interesses; do dano - potencial ou atual -, e de que o voto do acionista com interesse conflitante tenha se mostrado determinante para a formação da maioria (EIZIRIK, 2011, pp. 663-664).

Em resumo, ao realizar análise do conteúdo do voto proferido - conflito de interesses sob o viés material -, reveste a aprovação da transação pela assembleia em regra de *disclosure*, fator positivo, cuja consequência será permitir, em companhias com capital diluído pelo mercado, que a assimetria de informações dê lugar a tratamento mais cuidadoso por parte dos acionistas, já que as decisões precisarão ser justificadas e contratadas com base nas condições de mercado. Cria-se limites mais claros e objetivos; determinante à correção das decisões atacadas, coibindo atos abusivos e contrários aos interesses da sociedade, além de diminuir a possibilidade de *tunneling* e *propping* (PINHEIRO, NARCISO, 2021, p. 1).

²⁸ Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre:b) a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://portal.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>>. Acesso em 18 dez. 2021.

²⁹ Art. 115, da LSA. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 18 dez. 2021.

³⁰ Entendimento firmado em razão do Processo Administrativo CVM SEI 19957.005749/2017-29 Reg. Col. 0728/2017. Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170926/0728_DGG.pdf>. Acesso em 18 dez. 2021.

Todavia, as TPR geram consequências que não são mitigadas simplesmente mediante regras de transparência, já que em face do prejuízo da coletividade dos acionistas emergem suspeitas sobre as motivações da companhia em realizar a operação com parte relacionada.

O reflexo do impedimento ao exercício do voto é afastar, ao menos em tese e em maior grau, a ocorrência das situações citadas. Essa “blindagem”, por sua vez, deve ser sopesada com o risco de submeter as transações com partes relacionadas à decisão da maioria da minoria que pode (i) não estar adequadamente informada sobre o real valor da operação para a companhia e vetá-la e (ii) fazer com que os custos marginais da aprovação anulem a vantagem ou viabilidade da operação, em virtude de desconfiança (CVM, 2017, p. 17). A análise posterior ou substancial, por outro lado, aumenta a possibilidade de presença de conflitos, cujas soluções por regras de julgamento nem sempre fornecem resposta adequada (PINHEIRO; NARCISO, 2021, p.1).

Além disso, a visualização do conflito de interesses sob o aspecto meramente formal é, muitas vezes, insuficiente para construir um ambiente empresarial confiável e transparente, porque se mostra incapaz de oferecer elementos definitivos para o deslinde da controvérsia. Exemplo disso é o fato de a CVM ter editado diversos atos normativos, como as Instruções nºs 358/02, 480/09, 481/09, 488/10, 509/11, 520/12, 525/12 e 547/14 e o Parecer de Orientação nº 35/08 objetivando, exemplificativamente, descrever regras e políticas do emissor para a realização das TPRs.

Não bastando, a Lei nº 14.195/21 também dispõe que o voto plural não poderá ser adotado em assembleias gerais que tenham como ordem do dia deliberações sobre a celebração (ou não) de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM³¹, disposição não aplicável às empresas públicas, sociedades de economia mista, suas subsidiárias e sociedades controladas (in)diretamente pelo poder público. Nesse aspecto, será necessário saber, ante a novidade legislativa, como a CVM e a B3 abordarão o assunto.

O cenário exposto, portanto, gera reflexão acerca de a proibição formal possibilitar que transações eficientes sejam rejeitadas, ao passo que a substancial, que transações

³¹ Art. 110-A, da LSA. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: § 12. Não será adotado o voto plural nas votações pela assembleia de acionistas que deliberarem sobre: II - a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://portal.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>>. Acesso em 18 dez. 2021.

ineficientes sejam celebradas. Por isso, analisar a posição que a CVM e, posteriormente, a B3 tomará quanto ao ponto é essencial.

Faz-se necessário, face à ausência de um posicionamento legal claro, criar mecanismos paraestatais que assegurem efetividade e independência ao processo decisório-negocial, além de comutatividade ao resultado alcançado, já que tema central do direito societário, a coesão dos sócios ou dos contratantes em torno do objetivo social pré-estabelecido e a segurança jurídica das decisões tomadas, sejam no plano assemblear, seja no judicial, depende da aplicação das regras criadas para o conflito de interesses (PINHEIRO; NARCISO, 2021, p.1), reforçando a relevância da pesquisa ora empreendida.

Ademais, revela cenário propício à reanálise do parâmetro, com especial atenção para as TPRs, haja vista que se espera uma manifestação da CVM e da B3 quantos às regras a serem aplicadas para essa classe de transação - com emissão de Pronunciamentos, Pareceres ou Normativas, no primeiro caso, e com edição do Regulamento do Novo Mercado, no segundo -, uma vez que a questão do voto plural representa inovação no cenário nacional e que espera-se que as companhias listadas no segmento do Novo Mercado brasileiro, por constituírem grupo supostamente cumpridor do mais alto padrão de governança corporativa do país³², estejam devidamente adaptadas às novas regras.

3 PAPEL DA B3 E DA CVM

3.1 ENFORCEMENT E FUNÇÃO PÚBLICA

A importância de verificar o posicionamento da B3 e da CVM diante das novidades legislativas decorre do alinhamento entre os interesses públicos e a busca do maior benefício empresarial possível pela complementação em vários níveis que a regulação e autorregulação exercem entre si.

Embora desprovida de conceito unívoco, a regulação pode ser definida como o uso da autoridade pública para a definição e aplicação de regras e padrões de comportamento em determinado modelo econômico³³³⁴. De maneira geral, reflete a atuação estatal com objetivo

³² Informação disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em 10 dez. 2021.

³³ Nesse sentido estão os trabalhos desenvolvidos por Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, em “Economia e mercados” (2005); e Adriano Augusto Teixeira Ferraz, em “Autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas (2012).

³⁴ A expressão “modelo econômico” foi utilizada porque “[a] regulação da economia é fenômeno multifacetário, dotado de grande heterogeneidade, não apenas ao longo da história, mas também dentro dos Estados singularmente considerados, que empregam distintas estratégias regulatórias em função das necessidades

de fiscalizar e ordenar conduta de particulares e outros entes públicos (DIAS; BECUE, 2012, p. 7361)³⁵. Todavia, a regulação não abarca apenas comandos e controles governamentais. A regulação é gênero, dos quais são espécies a heterorregulação, emanada do Estado; e autorregulação, regulação do próprio mercado ao ditar o cumprimento dos agentes às normas auto-vinculantes (DIAS, 2005, p. 119).³⁶

A autorregulação, portanto, é realizada pelo setor privado, constituindo atividade interventiva de ente privado sobre ente privado³⁷, preocupando-se com as implicações da autorregulação no que se refere à responsabilização pela atuação de ente privado e ao controle público (DONAGGIO, 2016, p. 195).

E em relação ao mercado de capitais, a ordenação dessas condutas está associada à correção de falhas de mercado e, dentre elas, a regulação do conflito de interesses, visando gerar eficiência econômica e proteção de investidores (DIAS; BECUE, 2012, p. 7362). No Brasil, essa regulação é definida, principalmente, pelas Leis nº 6.404/76 e nº 6.385/76, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e atuação da B3³⁸.

Com base nos atores elencados, pode-se subdividir a autorregulação do mercado de capitais em duas: a de base legal e a de base voluntária (DIAS; BECUE, 2012, p. 7368). A primeira é imposta ou estabelecida pelo Estado, sendo delegada a entidades a competência regulatória - embora permaneçam independentes e privadas - e o dever de fiscalização sobre os membros e operações nelas realizadas, na qualidade de órgãos auxiliares da CVM (art. 17, Lei n. 6.385/76)^{39,40}.

concretamente verificadas na sociedade e na economia. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de. *O conceito Jurídico de Regulação da Economia. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 122, abril-junho/2001, pp. 62-63.*

³⁵ No mesmo sentido, Ângela Donaggio (2016, p. 42). Entretanto, há outras significações possíveis, já que nas palavras de Salomão Filho (2008, p. 21) a regulação “engloba todas as formas de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou exercício de poder de polícia”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

³⁶ Isso reforça caráter obrigatório da autorregulação, devido à imposição de regras desenvolvidas pelos próprios regulados (DIAS, BECUE, 2012, p. 7366).

³⁷ Trata-se, portanto, de uma modalidade de regulação, cuja ocorrência se verificando quando um grupo de pessoas ou entidades agem conjuntamente com o fito de estabelecer uma “função reguladora em relação a eles próprios e outros que aceitam e respeitam a sua autoridade em prol de um interesse comum” (DONAGGIO, 2016, p. 185).

³⁸ A B3 surge como resultado da fusão da BM&F Bovespa e da Cetip ocorrida em 2017, processo que “torna as bolsas mais lucrativas e preparadas para a competição global e confere maior liquidez aos valores mobiliários por ela negociados. Um exemplo desse fenômeno ocorreu em fevereiro de 2008, quando a Bovespa e a BM&F, através da integração de suas atividades, criaram a BM&FBOVESPA, única bolsa em operação no mercado de valores mobiliários brasileiro (FERRAZ, 2012, p. 108).

³⁹ “[A] autorregulação de base legal é imposta ou reconhecida pelo Estado e goza de força vinculante em relação àqueles agentes econômicos definidos por lei. Ela está regida por normas de direito público, devendo ser observada de forma cogente pelos envolvidos (FERRAZ, 2012, p. 77).

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários exerce a função regulatória do Mercado de Valores Mobiliários, cuja atuação encontra previsão legal no art. 8º, § 1º da Lei da CVM⁴¹. A B3, por seu turno, também se ocupa do cumprimento das normas dos mercados⁴². Porém, na condição de ente privado, exercendo controle autorregulatório^{43,44}.

Já a regulação de base voluntária⁴⁵ é proveniente da iniciativa exclusiva e espontânea de particulares - sem ingerência do Estado-, que aderem às regras impostas pelo órgão regulador privado - B3 -, por meio dos Códigos de Conduta⁴⁶. Todavia, como a elaboração de regras pelas próprias companhias aumentam de forma substancial os riscos oferecidos pelo Conflito de Interesses, como o “corporativismo tendente a reduzir o grau de excelência e rigidez dos comandos ou de sua aplicação” e “o conteúdo da regulação voltado à satisfação dos fins pretendidos pelos regulados e não ao bem-estar da coletividade” (DIAS; BECUE, 2012, p. 7369), a B3 desempenha papel crucial quanto à fiscalização e ao *enforcement* exercido sobre as empresas listadas no segmento do Novo Mercado (PINHEIRO, 2017, p. 9)^{47,48}.

⁴⁰ “[A] CVM outorga poderes de autorregulação para as entidades profissionais privadas ou estabelece mecanismos de coordenação entre a regulação e a autorregulação (principalmente para evitar a sobreposição de esforços)” (FERRAZ, 2012, p. 114).

⁴¹ “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: § 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados” Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 18 dez. 2021.

⁴² A fim de exercer suas atividades, a B3 possui segmentos de listagem - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Básico – de acordo com o grau de governança corporativa das sociedades que a compõem. A finalidade da criação desses segmentos foi a melhor alocação do papel fiscalizador da B3 de acordo com padrões determinados. É o que observa da análise do Regulamento do Novo Mercado: Seção X: Documentos da Companhia.

⁴³ A Instrução Normativa nº 461/2007 da CVM dispõe em seu art. 9º que “[o]s mercados organizados de valores mobiliários serão obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM, constituídas como associação ou como sociedade anônima, e que preencham os requisitos desta Instrução”.

⁴⁴ A relação existente entre a CVM e as Bolsas de Valores - no caso em tela, B3 - é aquela em “que o regulador estatal tem poder-dever sobre as atividades de autorregulação de emissores, inclusive os referentes aos segmentos de listagem. Essa competência resulta, não de mera vontade de poder do Estado, mas de previsão legal e regulatória da autorregulação dos segmentos, bem como de o sistema brasileiro se apresentar como predominantemente ‘dirigido pelo Estado’ (DONAGGIO, 2016, p. 7) ”.

⁴⁵ A autorregulação de base privada é aquela, “por meio da qual entidades profissionais privadas estabelecem e implementam normas e padrões relativos a seus associados sem que haja interferência do Estado, sendo a sujeição voluntária e a relação contratual” (FERRAZ, 2012, p. 77). Portanto, essa relação está submetida às normas de regência do direito privado.

⁴⁶ Como exemplos de autorregulação de base voluntária, para além da B3, tem-se: ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais); ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas); ANCORD (Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria) e APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais).

⁴⁷ Dispondo sobre o papel da B3 e da CVM na implementação do instituto do *compliance* no Brasil ALVES e PINHEIRO (2017) apontam que, paralelamente à atuação indireta do Estado, a B3 realiza uma regulação mais

O seu papel de implementação do *compliance* no Brasil é o de, paralelamente à atuação indireta do Estado, atender ao interesse social, porque sua respectiva área de atuação se relaciona com uma das áreas da atividade empresária das companhias listadas, qual seja, o mercado de valores mobiliários (ALVES; PINHEIRO, 2017, p. 48). A *expertise* tende, pois, a assegurar a melhor qualidade da regulação e, por consequência, dotar o mercado de maior reputação e receptividade pelo público alvo, o que também diz respeito à legitimidade da norma. Por isso, a coordenação do mercado de capitais é, e sempre deve ser, realizada por meio da interação da autorregulação de base legal e voluntária, que se completam a todo o momento (FERRAZ, 2012, p. 36).

Além disso, deve-se pontuar que função da B3 não se esgota na possibilidade de fiscalização, mas se estende às determinantes de mudança cultural no Brasil, no sentido de impor mais respeito à governança corporativa e elaboração de programas de integridade eficientes e comprometidos.

O papel da B3 determina o aperfeiçoamento do mercado de capitais, induzindo a adoção de regras pelas sociedades listadas e elevando o patamar dos instrumentos utilizados para divulgação de práticas ao público investidor, justificando a reanálise periódica da pesquisa base para verificar em que medida houve o aperfeiçoamento do cumprimento das regras por parte das companhias listadas e das sanções impostas a essas.

3.2 REGULAMENTAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES E EFICÁCIA DO SISTEMA DE AUTORREGULAÇÃO DA B3

Com a desmutualização da bolsa e considerando sua prerrogativa fiscalizatória em relação aos seus membros e as operações realizadas, podem surgir Conflitos de Interesses no exercício da autorregulação, tendo em vista que passam a ter o lucro como objetivo (FERRAZ, 2012, p. 108). Em outras palavras, os conflitos passam a ser gerados pela “incompatibilidade entre uma administração comprometida com a geração de lucro para criar valor ao acionista”, cujo interesse é majoritariamente privado e “uma administração

direta sobre as regras que devem ser seguidas pelas companhias listadas, sempre com o objetivo de atender ao interesse social, porque sua respectiva área de atuação se relaciona com uma das áreas da atividade empresária das companhias listadas, qual seja, o mercado de valores mobiliários.

⁴⁸ Os segmentos criados pela B3 classificam as empresas em níveis diferenciados de acordo com a adoção de boas práticas de governança corporativa (Nível 1, Nível 2, e Novo Mercado), cuja ordem é sempre quanto ao maior ou menor cumprimento das regras impostas pela B3. Portanto, quanto mais adequadas às normas deste órgão autorregulador, melhor é a classificação da empresa frente à B3, servindo, inclusive, como parâmetro concorrencial (ALVES, PINHEIRO, 2017, pp. 54-55).

comprometida com a integridade do mercado” (CALABRÓ, 2010, p. 19)⁴⁹, cujo interesse é marcadamente público e deve refletir coesão social e estabilidade do mercado. E essa é uma possibilidade na qual se encaixa a B3.

Tendo em vista que o órgão exerce autorregulação baseada em acordos de natureza privada, pode/deve fiscalizar e aplicar penalidades em decorrência de eventuais infrações (FERRAZ, 2012, p. 129). Isto porque a natureza da relação estabelecida entre a Bolsa e o emissor – companhia listada - é de caráter institucional, baseada no poder disciplinar das instituições privadas. “Trata-se, portanto, de relação institucional para a qual o contrato⁵⁰ é um mero instrumento” (DONAGGIO, 2016, p. 7).

Como a autorregulação alinhada aos objetivos mais amplos da regulação existe em função das imperfeições de mercado, para mitigar conflitos em defesa de interesses coletivos (DONAGGIO, 2016, p. 116), a capacidade de *enforcement* da B3, depende da utilização de meios eficazes para adaptar o disposto em normas e legislação à realidade em que vivencia (ALBUQUERQUE, 2018, p. 139).

O *compliance* é, nesse sentido, instrumento de autorregulação por excelência e que, portanto, deve se prestar a esclarecer as medidas de mitigação de conflito de interesses pelas companhias, já que o objetivo de tal mitigação “serve à manutenção da coesão social e da estabilidade, pré-requisitos essenciais para uma economia de mercado de sucesso” (DONAGGIO, 2016, p. 116).

Em virtude disso, a B3 estabelece requisitos à entrada no Novo Mercado⁵¹, tendo como instrumento de observância às diretrizes éticas a elaboração e divulgação de Código de Conduta. Exige da companhia listada que no instrumento sejam observadas regras objetivas relacionadas à “necessidade de *compliance* e conhecimento sobre a legislação e a regulamentação em vigor, em especial, às normas de proteção à informação sigilosa da companhia, combate à corrupção, além das políticas da companhia”, na Seção X (Documentos da Companhia), art. 31, II, Regulamento do Novo Mercado⁵².

⁴⁹ Embora haja uma separação estrutural entre atividades de administrativas e autorregulatórias, ela não é absoluta, já que “muitas atividades servem às duas esferas, de administração [...] como, por exemplo, a admissão, suspensão ou exclusão de negociação de valores mobiliários, a criação de regras de funcionamento do mercado, a admissão de novos participantes”(CALABRÓ, 2010, p. 19).

⁵⁰ O art. 5º do Regulamento do Novo Mercado dispõe que “O ingresso no Novo Mercado é efetivado por meio da celebração de contrato de participação no Novo Mercado entre a companhia e a B3”

⁵¹ Informação disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em: 19 dez. 2021.

⁵² Também existe a exigência de elaboração de uma política de transação com partes relacionadas nos arts. 32, IV e 35 do mesmo regulamento.

Ademais, no Título II, capítulo I, Seção VIII (Fiscalização e Controle), artigo 24 do Regulamento do Novo Mercado, determina que as companhias devem implementar funções de *compliance*; e no Capítulo IV, Seção I (Hipóteses de Aplicação de Sanções), em seu artigo 47, inciso I determina que cabe à B3 aplicar sanções à companhia e seus administradores e acionistas que descumprirem requisitos e obrigações estabelecidos neste regulamento.

Depara-se, nesse ponto, com o risco central de conflito de interesses em razão da desmutualização: quando interesses comerciais de “curto prazo da bolsa podem suplantar os incentivos de longo prazo de se preservar uma reputação de provedora de um mercado justo e em perfeita ordem, obtendo a confiança do investidor” (PINTO, 2006, p. 12). Em outras palavras, a B3, como entidade autorreguladora do mercado, pode decidir por reduzir os padrões regulatórios em busca de maiores lucros a curto prazo. E esse é um dos argumentos centrais para a realização da análise documental proposta no presente trabalho: a verificação do *enforcement* da B3 e da qualidade dos programas listados no Novo Mercado.

Isso leva em consideração que o Regulamento do Novo Mercado é documento jurídico e determina diretrizes básicas para o ingresso das companhias nesse segmento e, portanto, vincularia à companhia.

Por último, convém ressaltar, como resultado do segundo objetivo da presente pesquisa que, em termo de Regulamento do Novo Mercado e como o impacto das inovações legislativas foram incorporadas pela B3, o Regulamento vigente em janeiro de 2020 é o mesmo de janeiro de 2022, tendo em vista que o mesmo permanece vigente desde 02 de janeiro de 2018 com a versão de 03 de outubro de 2017⁵³. Além disso, o Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários, embora tenha sido atualizado, entrou em vigor a partir de 08 de junho de 2021 sendo, portanto, anterior às mudanças legislativas.

Em sentido diverso, porém, está o Manual do Emissor, o qual foi atualizado em 18 de janeiro de 2022. Entretanto, nele permanece constando a obrigatoriedade de apresentação de documentos por parte das companhias que realizam o pedido de listagem, tais como a Política de Transações com Partes Relacionadas - vide item 7, do Anexo 6.4.1 ao Manual do Emissor - e não há modificações em relação às atualizações normativas quanto ao tema tratado no presente trabalho⁵⁴.

⁵³ Informações disponível no lado esquerdo da aba destinada a alguns regulamentos da B3. Informação disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em: 20 dez. 2021.

⁵⁴ Informação disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 31 jan. 2022.

A CVM, por seu turno, também não atualizou as normativas referentes ao tema, nem emitiu Instruções ou Resoluções a respeito⁵⁵.

4 ESCOPO METODOLÓGICO DA PESQUISA

4.1 NOVA ANÁLISE EMPÍRICA E JUSTIFICATIVA METODOLÓGICA DA PERQUIRIRIÇÃO

Por toda a revisão bibliográfica e legislativa já demonstrada, a primeira análise sistêmica dos dados coletados das sociedades empresárias listadas no setor de “Novo Mercado” da B3, utilizada como coleta de dados primários na presente pesquisa, foi realizada no período compreendido entre 15 de janeiro de 2020 a 15 de fevereiro de 2020.

Tal perquirição se deu por meio da submissão do pesquisador a um questionário previamente estruturado para verificar a existência e qualidade dos documentos disponibilizados para o mercado.

À época, estabeleceu-se três premissas para a elaboração do questionário: i) o conflito de interesses adotado pelo programa de integridade deveria, necessariamente, abarcar todos os envolvidos na atividade, desde o colaborador até o acionista majoritário, tendo em vista o marco teórico previamente estabelecido para o parâmetro em questão e toda a complexidade que envolve as decisões tomadas sob conflito de interesses; ii) havia a necessidade de estabelecimento de uma política interna capaz de lidar com o problema em conformidade com a sua extensão - maior ou menor dependendo da complexidade da sociedade. Com isso, estabeleceu-se que seria necessário buscar, em todos os mecanismos de *compliance*, se eles possuíam uma “Política de Conflito de Interesses” ou uma “Política de Transação com Partes Relacionadas”; e iii) observar se os programas apresentavam conceitos de Conflito de Interesses que se adequassem à realidade de cada sociedade.

Objetivava-se, longe de exaurir a análise do parâmetro, a exploração do conflito de interesses enquanto solução organizativa, no sentido de verificar a forma como as companhias direcionavam a solução de seus conflitos (externos e internos), o grau de conformidade das ações adotadas com a legislação vigente e, sobretudo, se o interesse da companhia era compatível com os valores preconizados constitucionalmente, considerando a

⁵⁵ Informação buscada no sítio eletrônico do órgão em 20 dez. 2021 e 25 de jan. 2022.

Função Social da Empresa⁵⁶. Tudo isso tendo por norte que o *compliance* é ferramenta capaz de gerar debate compatível com a realidade social e econômica de cada sociedade.

Assim, buscava-se identificar uma preocupação da companhia listada em realizar, minimamente, uma adaptação da política exigida às suas necessidades.

O reexame dos programas, por sua vez, realizada no período compreendido entre 01 de janeiro 2022 e 20 de janeiro de 2022, apesar de utilizar as mesmas premissas do questionário anterior, acrescenta não mais a preocupação em tão somente verificar se os mecanismos de *compliance* possuíam uma “Política de Conflito de Interesses” ou uma “Política de Transação com Partes Relacionadas” (segunda premissa da análise base), mas se (i) em atenção às mudanças relativas às TPRs, houve a incorporação da nova redação dos artigos Art. 110-A e 122 da, ambos LSA, tendo em vista o impacto direto que tais modificações operam na política retromencionada e o impacto que esta tem quanto ao *tunneling*, *propping* e, conseqüentemente, ao interesse social da companhia.

Além disso, as inferências realizadas pelo pesquisador também se modificaram, já que, em relação aos dados primários - conforme se verificará em dados no próximo tópico -, todas as três premissas adotadas, quais sejam, envolvimento de todos os colaboradores; estabelecimento de uma política interna capaz de mitigar conflitos e; adaptação dessa visando os interesses da companhia, não restaram suficientemente abarcadas.

Assim, ao passo que em 2020 acreditava-se as companhias direcionariam a solução de seus conflitos (internos e externos) a todos os envolvidos na atividade e que os programas teriam caráter vinculativo, na reanálise, infere-se que as companhias ainda direcionam a solução de seus conflitos centrada nas figuras tipicamente listadas pela LSA - acionistas e administradores -, e que o conteúdo é predominantemente declaratório⁵⁷.

Ademais, parte-se da premissa de que, embora tenha havido modificação legislativa em relação às TPRs e, de forma indireta, nas políticas relacionadas ao conflito de interesses, o grau de conformidade em relação aos padrões exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado ainda não é seguido adequadamente⁵⁸ e que, diante da ausência de renovação do Regulamento do Novo Mercado, o cenário não tenha se modificado de forma significativa.

⁵⁶ Não se explorou o Conflito de Interesses enquanto questão puramente societária em torno dos votos conflitantes com o interesse da companhia, porque tal assunto é mais adequadamente abordado em Estatutos, em razão de sua natureza.

⁵⁷ Inferências obtidas a partir da discussão dos resultados obtidos na análise de 2020. In: *Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado, 2022*.

⁵⁸ Relacionada à hipótese lato sensu para justificar a possível ausência de mitigação nos programas de integridade relativamente ao parâmetro em tela, fruto da discussão dos resultados obtidos em 2020.

No tocante à revisitação dos resultados, com análise comparativa, tal esforço de reanálise documental foi empreendido porque o estudo dos mecanismos de *compliance* se refere indiretamente ao controle de mercado e, portanto, à política econômica aplicada por um Estado (PINHEIRO; SOARES, 2022, p. 231), permitindo verificar, em maior ou menor grau a elaboração de normas, a prática de fiscalização e a cominação de sanções (ARAGÃO, 2001).

A partir disso, a verificação da efetiva da capacidade autorregulatória dos mercados de capitais em torno da regulação de base privada, visando à proteção à confiança nas relações e operações estabelecidas no mercado de capitais - requisito indispensável à sua existência e seu adequado funcionamento -, no sentido de haver o emprego deles como meios de fiscalização e controle da qualidade das informações, depende da quantidade de coleta de informações que permitam a correção de falhas metodológicas e assimilação (FERREIRA; FERREIRA, 2019, p. 17), a longo prazo, de dados consistentes que permitam afirmar, com precisão, como a B3 vem encarando a natureza dos mecanismos de *compliance*.

Isto posto, a coleta de dados abarcou três etapas: pré-análise; exploração do material; e tratamento dos resultados, da inferência e da interpretação (FERREIRA; FERREIRA, 2019, p. 08). A primeira destinou-se à escolha, justificativa do lapso temporal entre os primeiros e os segundos dados coletados; organização do material a ser coletado, além de demarcação do que será analisado nos instrumentos das companhias listadas, realizando-se, nesse ínterim, anotações de pontos importantes⁵⁹ e elaboração de prováveis indicadores da pesquisa⁶⁰.

A segunda, por seu turno, visou à exploração dos instrumentos disponibilizados pelas companhias listadas no Novo Mercado entre 01 de janeiro de 2022 a 20 de janeiro de 2022, com a sistematização de categorias de análise, qual seja, análise, preenchimento do questionário e descrição analítica do conteúdo do instrumento, materializada por meio de um diário de pesquisa⁶¹.

⁵⁹ Nesta coleta, os pontos importantes compreendem as alterações legislativas operadas pela Lei nº 14.194/2021; a obrigação que a Lei nº 13.303/2016 impõe, às empresas públicas, de elaboração anual de TPRS, em conformidade com os requisitos de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, consoante art. Art. 8º, VII, da referida Lei;

⁶⁰ Entre eles, mas não se limitando ao grau de aderência das companhias às regras do Novo Mercado; nível de disponibilização das Políticas de Transação com Partes Relacionadas; qualidade das políticas estabelecidas quanto ao parâmetro analisado.

⁶¹ Neste documento, elencou-se a companhia e o documento analisado; dia e hora do acesso ao documento; bem como impressões acerca do conteúdo do texto em comparação com as inferências realizadas e premissas adotadas, sem prejuízo da revisão bibliográfica e do cumprimento do disposto no Regulamento do Novo Mercado, Normativas da CVM e Lei nº 14.195/2021.

Por último, a fase de tratamento dos resultados, das inferências e da interpretação, consistiu na avaliação crítica do material coletado. Nesta etapa, consolidou-se a análise comparativa, sistematizando-as e julgando-as, conforme a percepção da análise anterior, buscando profundidade e relevância para uma pesquisa maior em que está inserida - posição da B3 e do mercado de capitais quanto à natureza dos mecanismos de *compliance*.

4.2 A ANÁLISE EM SI

Para iniciar a segunda fase de análise, utilizando-se o mecanismo de busca Google e a palavra-chave “site da B3”, encontrou-se o sítio eletrônico da B3. Na aba “acesso rápido”⁶², utilizou-se as palavras-chave “empresas listadas” e “segmento”, de forma simultânea. Em seguida, clicou-se em “segmento” e, por fim, “Novo Mercado. A partir de então, contou-se 204 (duzentas e quatro) companhias listadas em ordem alfabética, no dia 01 de janeiro de 2022. Ainda, para conferir se a quantidade de companhias permanecia a mesma e se houve a entrada ou saída de alguma durante o período, retornou-se no dia 20 de janeiro de 2022, momento em que se certificou que as 204 (duzentas e quatro) companhias permaneciam listadas.

Assim, entre os dias 01 de janeiro de 2022 e 20 de janeiro de 2022 acessou-se cada um dos 204 (duzentos e quatro) sites, cuja descrição registrou-se em um diário de pesquisa que passou a compor um documento disponível para consulta de possíveis entidades interessadas, como forma de conceder integridade à investigação. Não bastando, todos os itens dos menus dos sites foram acessados para coletar as informações de maneira exaustiva e minuciosa. Durante os acessos, procurou-se a existência de documentos relacionados ao Conflito de Interesses, ao Código de Conduta, e à Política de Transações com Partes Relacionadas⁶³.

⁶² Disponível no centro da aba inicial do sítio eletrônico da B3.

⁶³ Dentre o rol de documentos considerados, encontram-se a seguir listados: Código de Conduta e Ética, Política de Controles Internos, Política de Direitos Humanos, Política da Qualidade, Política de Diversidade e Inclusão, Política de Investimentos Socioambientais e Doações, Política de Gestão Ambiental, Política de Controles Internos, Política Anticorrupção, Política de Gestão Integrada de Riscos, Política de Gestão de Derivativos, Política de Partes Relacionadas, Código de Conduta, Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante, Política de Negociação de Valores Mobiliários, Política de Indicação, Política de Governança Corporativa, Política de Privacidade, Política para Contratação de Serviços Extra-Auditoria de seus Auditores Independentes, Política de Doações de Produtos e Apoio à Projetos, Política de Destinação de Resultados e Distribuição de Dividendos, Política de Segurança da Informação, Política de Indicação de Administradores, Política de Remuneração de Administradores, Política de Conflito de Interesses, Política de Transação com Partes Relacionadas.

A análise limitou-se ao conteúdo das imagens e dos textos dispostos nesses documentos dos sites, sendo excluídos vídeos e efeitos sonoros. Ao final, as informações foram catalogadas de acordo com critérios escolhidos para pesquisa, a partir das respostas submetidas ao questionário previamente estruturado, e seus resultados dispostos na forma de quadros comparativos, conforme se verifica no próximo tópico.

4.3 ANÁLISE COMPARATIVA: O COMPROMISSO FIRMADO PELAS COMPANHIAS DO NOVO MERCADO EM RELAÇÃO À MITIGAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES, EM 2020 E EM 2022

O questionário se dividiu em duas etapas. Na etapa preliminar⁶⁴, sob o viés de identificação das questões circunstanciais da análise, foram elaboradas as perguntas a seguir delineadas: análise feita por (pergunta 1)⁶⁵; nome da sociedade empresária em análise (pergunta 2)⁶⁶; período de análise (pergunta 3)⁶⁷; data da análise (pergunta 4) e ; horário da análise (pergunta 5)⁶⁸.

Em seguida, sob o viés quantitativo, investigou-se quantas companhias eram estatais (pergunta 6), cujo demonstrativo se verifica na Tabela 1 abaixo.

Tabela 1 - Resultados Comparativos da pergunta 6 do Questionário Estruturado

Pergunta	“Sim”		“Não”	
	2020	2022	2020	2022
A sociedade é uma estatal?	6 (4,2%)	9 (4,4%)	136(95,8%)	195 (91,6%)

⁶⁴ Comum a todos critérios desenvolvidos no âmbito do eixo de pesquisa do grupo EDRESP, tais como critério do consumidor, concorrencial, sancionatório, de proteção de dados, trabalhista, ambiental, estatais, entre outros.

⁶⁵ Campo destinado à identificação do pesquisador responsável pela coleta dos dados.

⁶⁶ Lista disponibilizada pela B3 em:<https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso entre 01 jan. 2022 e 20 jan. 2022.

⁶⁷ Período compreendido entre 01 de janeiro a 20 de janeiro de 2022.

⁶⁸ A necessidade do registro da data e do horário de análise no qual os sites das companhias listadas foram consultados é relevante, na medida em que a pesquisa na internet envolve um campo de pesquisa em constante modificação, e este dinamismo poderá comprometer o trabalho se não for levado em consideração (FERREIRA, FERREIRA, 2019, p. 16). A título exemplificativo, foram realizadas duas tentativas de analisar os documentos da companhia RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A. (Le Lis Blanc). A primeira em 12 de janeiro de 2022, às 08:17h; a segunda em 16/01/2021, às 09:11, mas o sítio eletrônico permanecia com problemas relativos à impossibilidade de acessar/carregar qualquer item do menu, rodapé ou laterais do sítio eletrônico, motivo pelo qual conseguir buscar qualquer informação ou clicar em qualquer opção

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente do sítio eletrônico oficial da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).
Nota: Períodos de coleta foi 15/01/2020 a 15/02/2020 e entre 01/01/2022 a 20/01/2022, consecutivamente.

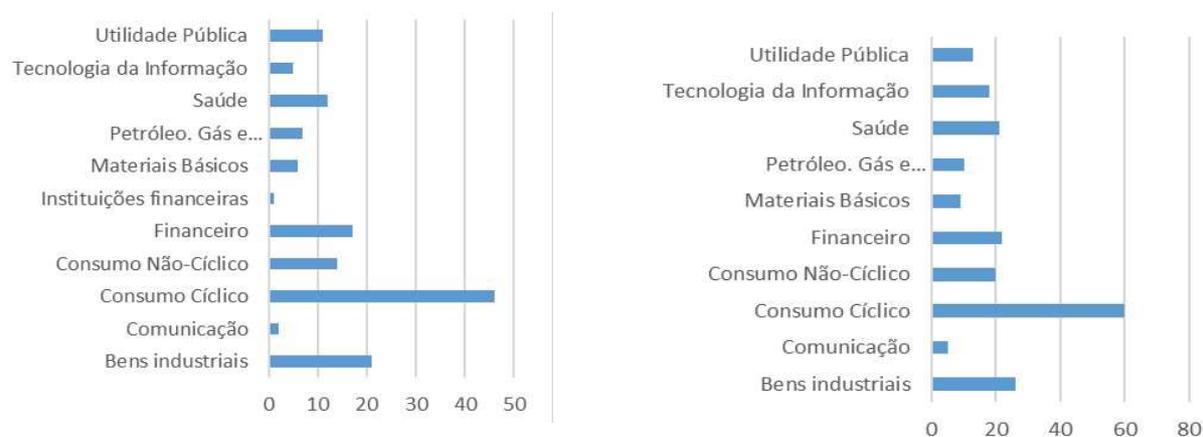
À semelhança de 2020, a participação das estatais no Novo Mercado representa uma pequena parcela de companhias, se comparada ao universo de companhias privadas. Entretanto, a estatal, por sua natureza institucional e estrutura de controle mais complexas, já que tanto a avaliação de seu desempenho, quanto a própria gestão executiva estão sujeitas às necessidades de seu controlador imediato - o governo - e imediato - a sociedade -, potencializa as tensões próprias de sociedades anônimas, porque o Estado é o acionista controlador (NARCISO, 2022, p. 265).

Por esse motivo, os conflitos de interesses usuais entre acionistas minoritários, controladores e administradores são amplificados, uma vez que tais organizações não perseguem apenas a maximização de seus resultados, mas também procuram dar consecução ao seu mandato de política pública (SCHAPIRO, MARINHO, 2018, p.1427).

Por isso, uma reanálise do Conflito de Interesses não pode ignorar a presença ou ausência de estatais na mitigação desse parâmetro.

Em continuação, questionou-se a área de atuação da sociedade (pergunta 7). Constatou-se que as sociedades empresárias listadas pela B3 no maior grau de governança corporativa permanecem classificadas, em sua maioria, como consumo cíclico, da mesma forma que se viu nos resultados de 2020. Ao passo que em 2020, 46 (34,2%) das 142 sociedades empresárias listadas pertenciam ao setor de consumo cíclico, em 2022, esse número alcançou 60 (29,4%) das 204 listadas. É o que se verifica nos resultados do Gráfico 1.

Gráfico 1 - Classificação das sociedades empresárias do “Novo Mercado”



Fonte: Dados coletados pela autora diretamente do sítio eletrônico oficial da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)

Nota: O gráfico da esquerda corresponde à pesquisa realizada em 2020, cujo período de coleta foi 15/01/2020 a 15/02/2020 e da direita, ao período de coleta de dados compreendido entre 01/01/2022 a 20/01/2022

Por último, ainda na etapa preliminar, questionou-se acerca da existência de um programa de integridade lato sensu por parte da sociedade (pergunta 8) e, a posição desses, se centralizado ou difuso, no sítio eletrônico da sociedade (pergunta 9). Em 2020, objetivou-se obter, em um panorama quantitativo, quantas companhias, no universo das 142 listadas ao tempo da perquirição, de fato disponibilizavam à comunidade documentos aptos a evidenciar os padrões de integridade assumidos.

Na etapa de reanálise, por seu turno, objetivou-se verificar a evolução das companhias no sentido de cumprimento do disposto no Capítulo I, “Requisitos de Ingresso e Permanência no Novo Mercado”, Seção X “Documentos da Companhia”, art. 31, caput, do Regulamento do Novo Mercado, o qual determina a elaboração e divulgação de código de conduta, para as companhias que desejam permanecer ou ingressar na listagem do segmento, conforme determina o art. 1, alínea “a” do mesmo diploma⁶⁹.

Para este efeito, considerou-se programa de integridade lato sensu todo e qualquer documento – anexo ou não – disponibilizado para consulta no(s) endereço(s) eletrônico(s) das empresas analisadas, desde que esses mesmos documentos estivessem relacionados com o cumprimento de normas, políticas e legislação vigentes⁷⁰.

Ainda, convém ressaltar que a existência de um único documento dentre os elencados no rol acima foi suficiente para enquadrar a sociedade empresária como possuidora de programa de integridade lato sensu. Sendo assim, objetivou-se num primeiro momento atestar a presença de conteúdo autorregulatório e não sua qualidade. Os resultados estão dispostos na Tabela 2.

Tabela 2 - Resultados Comparativos do Questionário Estruturado

⁶⁹ Art. 1º Este regulamento disciplina as atividades: I - da B3, na qualidade de entidade administradora de mercado de bolsa: a) na verificação do atendimento, pelas companhias, aos requisitos mínimos para ingresso, permanência e saída do Novo Mercado; e b) na fiscalização das obrigações estabelecidas neste regulamento e na aplicação de eventuais sanções. II - Das companhias, na observância dos requisitos mínimos para ingresso, permanência e saída do Novo Mercado. Disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 19 jan. 2022.

⁷⁰ Estatutos Sociais, Infôrmes Brasileiros de Governança Corporativa e Acordo de Acionistas foram desconsiderados, porque os primeiros tão somente constituem a empresa (art. 45, CC/2002), os segundos, constituem mera divulgação periódica das práticas de governança adotadas internamente pela sociedade, não integrando o programa de *compliance* os terceiros detêm natureza de instrumento parassocial, desprovidos das características que o *compliance* possui.

Pergunta	“Sim”		“Não”	
	2020	2022	2020	2022
A sociedade possui um programa de integridade lato sensu?	141 (99,3%)	200 (98%)	1 (0,7%)	4 (2,0%)

Se a empresa possui um programa ele é ⁷¹ :	2020	2022
“Centralizado”	86 (61%)	139 (70,2%)
“Difuso”	55 (39%)	61 (29,8%)

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente do sítio eletrônico oficial da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Nota: Períodos de coleta: 15/01/2020 a 15/02/2020, e entre 01/01/2022 a 20/01/2022.

Contrariando a premissa estabelecida para a reanálise quanto ao ponto, 4 (quatro) companhias não disponibilizavam qualquer documento relativo à integridade no seu sítio eletrônico ou se encontravam com sítios eletrônicos indisponíveis em 3 (três) oportunidades de acesso no período compreendido entre 01/01/2022 e 20/01/2022⁷². Dessas 4 (quatro), 1 (uma) delas também não apresentava programa de integridade em 2020⁷³.

⁷¹ Levando em consideração a dificuldade do pesquisador em achar os documentos, o layout e a disposição dos documentos podem ser diferentes nos endereços eletrônicos das companhias. Dessa forma, em caso positivo em relação à pergunta 8, passou-se à 9. Por centralizado considerou-se aquele site que, em somente uma página, é possível encontrar todos os documentos de integridade, ou toda a matéria de integridade concentrada. Por difuso, o programa que está diluído em vários documentos, distribuídos em partes ou abas diferentes do site, sem documento uno.

⁷² MMX MINERACAO E METALICOS S.A.; OSX BRASIL S.A.; RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A. e SINQIA S.A. são as companhias que não apresentavam nenhum documento dentre o rol considerado. A título exemplificativo da exaustão quanto à tentativa de buscar os documentos, na companhia OSX BRASIL S.A. a pesquisadora percorreu a etapa comum ao início da pesquisa, conforme disposto no tópico 4.1, clicou no sítio eletrônico da empresa em questão “www.osx.com.br”, cujo resultado descrito pelo buscador foi “*not found*”. Em seguida, prosseguiu-se com a ferramenta de busca Google, digitando as palavras-chave “OSX BRASIL S.A.”, clicou em seguida no link “http://www.osx.com.br/default_pti.asp?idioma=0&conta=45”. Já no sítio eletrônico, clicou-se nas abas “relações com investidores”, e “governança corporativa”, sucessivamente, sem que nenhum documento fosse encontrado. Por último, buscou-se, também pela ferramenta Google, pela expressão “código de conduta da OSX BRASIL S.A.”, “código da OSX BRASIL” e “partes relacionadas OSX BRASIL”. O único resultado próximo ao desejado encontra-se a seguir “

A análise dos documentos disponibilizados pelas empresas listadas auxilia na verificação quanto ao dever desse órgão de fiscalizar e fazer cumprir suas normas, garantindo eficiência, proteção aos investidores e equidade de mercado. Por esse motivo, uma vez identificado que uma dada companhia não possuía programa de integridade, voltou-se à respectiva página de listagem do sítio da B3 em que a companhia se encontrava listada e analisou-se o campo que possuía as palavras-chaves “*Compliance*” e “*Multas Aplicadas por descumprimento das obrigações*”.

Tal averiguação foi realizada, porque os arts. 47, 49 e seguintes do Regulamento do Novo Mercado⁷⁴, que dispõem sobre o processo de aplicação de sanções e suas hipóteses, remetem ao art. 31 já mencionado. Ou seja, uma vez que tais companhias estavam em desconformidade com uma regra disposta no próprio Regulamento, fez-se necessário verificar o histórico de sanções de cada uma delas e verificar se já haviam sofrido alguma penalidade quanto ao assunto.

Ainda, visando certificar a informação contida nas respectivas abas destinadas às companhias, buscou-se o Relatório de Enforcement da B3 mais recente e o documento intitulado “*Notificações e Multas aplicadas Regulamentos dos Segmentos Especiais*”⁷⁵. Como resultado, obteve-se que nenhuma empresa das companhias em comento sofreu penalidades relativas ao ponto⁷⁶.

Ainda, embora a classificação do programa enquanto difuso ou centralizado não influa na qualidade do programa, reforça a noção de transparência e a facilidade de acesso às informações a respeito do *compliance*. Assim, é possível dizer que tal pergunta se coaduna à experiência da pessoa interessada ao navegar no sítio eletrônico da companhia em busca de informações.

Nesse sentido, a título de exemplo, classificou-se o programa da companhia “3R PETROLEUM ÓLEO E GÁS S.A” como difuso⁷⁷ e da BOA VISTA SERVIÇOS S.A. como

para nenhum dos documentos considerados, motivo pelo qual marcou-se que tal companhia não disponibiliza documento de integridade lato sensu. Dados obtidos através de pesquisa realizada em 10 jan. 2022, às 06:43h.

⁷³ A companhia em comento é a SINGUIA S.A.

⁷⁴ Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 19 jan. 2022.

⁷⁵ Informação disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-sancionadora/sancoes-aplicadas.htm>. Acesso em 20 jan. 2022.

⁷⁶ Informação disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 20 jan. 2022. Afirmção realizada com base no resultado da análise do que já foi tornada pública no sítio da B3, vez que o último relatório de Enforcement disponibilizado pela B3 só possui informações até 2020.

⁷⁷ Isso porque, após acessar o sítio eletrônico da companhia por meio do mecanismo de busca Google, clicou-se na aba “Investidores”, tendo sido a pesquisadora redirecionada para o sítio eletrônico <

centralizado⁷⁸. Neste ponto, notou-se que muitas companhias não dão ênfase ao rol de documentos considerados, podendo gerar dificuldades em localizá-los na página principal dos sites, sendo por vezes necessário buscar uma aba a parte, denominada “Investidores” ou “Relação com Investidores”.

O próprio site da B3, quando da listagem da companhia no segmento do Novo Mercado, não traz um padrão quanto ao acesso à companhia listada. Isso ocorre, por exemplo, quando, já na página de acesso a listagem, clicou-se em “3R PETROLEUM ÓLEO E GÁS S.A.⁷⁹” e não se obteve o link do sítio eletrônico desta, sendo necessário utilizar a ferramenta de busca Google para acessá-lo. Experiência diferente ocorreu quando clicou-se em “ALIANSCENAE SHOPPING CENTERS S.A.⁸⁰” e foi disponibilizado o sítio principal ou quando se clicou em “ANIMA HOLDING S.A.⁸¹” e, embora a B3 aparentemente disponibilizasse o link de acesso ao sítio eletrônico voltado para investidores, este encontrava-se indisponível, sendo necessário percorrer outro caminho de acesso. E, por último, quando se clicou em “WILSON SONS HOLDINGS BRASIL S.A.⁸²”, e foi disponibilizado o sítio eletrônico institucional ou destinado aos investidores, sem maiores caminhos para o acesso desejado.

Com essa parte averiguada, partiu-se para a etapa qualitativa e específica do critério em comento. A princípio, tem-se que os documentos que compõem o rol de programa de integridade lato sensu são os documentos, por excelência, capazes de demonstrar a preocupação em destacar, através dos compromissos firmados pelo *compliance*, as estratégias adotadas com objetivo de mitigar conflitos (NARCISO, 2022, p. 266). Quanto mais específicos são os documentos e os termos utilizados para cada situação abarcada no programa, mais útil ele será (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 263). Portanto, começar a tratar do

<https://ri.3rpetroleum.com.br/>>, quando, em seguida, clicou-se, respectivamente, nas palavras-chaves “governança corporativa”, “Estatuto, Políticas e Códigos” e, a título de exemplo, o “Código de Conduta” e a “Política de Transação com Partes Relacionadas” encontravam-se em páginas diferentes, sendo necessário que a pesquisadora buscasse, no centro da página, pelo ano-calendário que objetivava analisar, para então, encontrar o Código de Conduta e a Política em páginas distintas. Disponível em <<https://ri.3rpetroleum.com.br/governanca-corporativa/estatuto-politicas-e-codigos/>>. Acesso em 02 de jan. 2022.

⁷⁸ Já no sítio eletrônico destinado aos investidores da companhia, clicou-se, respectivamente, nas abas denominadas “governança corporativa”, “estatuto, códigos e políticas” e o “Código de Conduta” e a “Política de Transação com Partes Relacionadas” encontrava-se na mesma página. Informação disponível em <<https://ri.boavistaspc.com.br/governanca-corporativa/estatuto-politicas-e-codigos/>>. Acesso em 16 jan. 2022.

⁷⁹ Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 02 jan. 2022.

⁸⁰ Idem.

⁸¹ Idem.

⁸² Idem. Acesso em 16 jan. 2022.

problema de Conflito de Interesses a partir do termo reforça o caráter vinculativo do *compliance* ao parâmetro.

Assim, verificou-se se havia, no programa de integridade, qualquer detalhamento de hipóteses de conflito de interesses, assim entendido como qualquer particularização de uma atividade, de maneira geral, que consista em ação realizada mediante conflito de interesses.

Ou seja, verificou-se se os programas apresentavam exemplos, mesmo genéricos, sobre o que é conflito de interesses para a empresa - desde que já houvesse mencionado o termo para explanar as situações.

Ademais, a eficácia de um sistema de *compliance* exige que o desejo de respeito ao ordenamento jurídico seja generalizado - em todos os níveis da atividade (ALBUQUERQUE, 2018, p. 110). Por isso, constitui condição primordial que todos os membros adquiram consciência dos conflitos aplicáveis ao seu ambiente de trabalho e de tomada de decisões, primeira premissa de elaboração do questionário. Não bastante, a obrigação de elaborar e divulgar um código de conduta que seja aplicável a todos os empregados e administradores da companhia é imposta pelo art. 31 do Regulamento do Novo Mercado⁸³.

Neste sentido, a pergunta 12 se ocupou em averiguar se “o programa dirige a preocupação com o conflito de interesses para todos os colaboradores da empresa (funcionário, administrador, *compliance officer*, acionista, terceiro, subcontratado, etc.)”.

Por consequência, questionou-se se o programa abordava alguma das espécies de conflito de interesses relativas a cada função da pergunta anterior (pergunta 13), porque para bem definir uma regra de Conflito de Interesses a primeira tarefa é identificar e definir hipóteses que podem gerar riscos para os objetivos societários, o grau do risco gerado (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 29) e as esferas de deveres e responsabilidades de cada ofício, já que em determinadas funções - como administradores - há mais responsabilidades para com a persecução do interesse social. Os resultados de tais questionamentos se verificam na Tabela 3:

Tabela 3 - Resultados comparativos do Questionário Estruturado

Pergunta	“Sim”		“Não”	
	2020	2022	2020	2022

⁸³ Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 19 jan. 2022.

O programa menciona o termo "conflito de interesses"?	132 (93%)	191(93,6%)	10 (7%)	13 (6,45)
Existe, no programa, detalhamento de hipóteses específicas de conflito de interesses?	9 (6,3%)	86 (42,2%)	133 (93,7%)	118(57.8%)
O programa dirige a preocupação com o conflito de interesses para todos os colaboradores da empresa?	126 (88,7%)	186 (91,2%)	16 (11,3%)	18 (8,8%)
O programa menciona alguma das espécies de conflito de interesses atinentes a cada função da questão anterior?	17 (12%)	5 (2,5)	125 (88%)	199 (97,5%)

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente do sítio eletrônico oficial da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)

Nota: Períodos de coleta: 15/01/2020 a 15/02/2020, e 01/01/2022 a 20/01/2022.

Adentrando na parte mais específica e importante da presente análise, questionou-se se o programa estabelecia como conflito de interesses seria mitigado, ou seja, se disponibilizava uma “Política de Conflito de Interesses” ou uma “Política de Transação com Partes Relacionadas. ”

Além da importância de garantir que tais transações respeitem as condições de mercado, conforme objeto de explanação em tópico próprio, a verificação da elaboração e divulgação dessa política também se coaduna ao disposto no Regulamento do Novo Mercado - nos arts. 32, IV⁸⁴ e 35⁸⁵ -, em que se exige a existência de “Política de Transação com Partes Relacionadas”, cujo conteúdo mínimo seja o de o auxílio na identificação de situações individuais que possam envolver conflitos de interesses, e, conseqüentemente, determinar o impedimento de voto com relação a acionistas ou administradores da companhia. A Tabela 4 demonstra um cenário de mudança em relação à análise de 2020:

⁸⁴ Art. 32 A companhia deve elaborar e divulgar as seguintes políticas, ou documentos formais equivalentes, aprovadas pelo conselho de administração: IV. política de transações com partes relacionadas. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 19 jan. 2022.

⁸⁵ Art. 35 A política de transações com partes relacionadas deve contemplar, no mínimo: I - os critérios que devem ser observados para a realização de transações com partes relacionadas; II - os procedimentos para auxiliar a identificação de situações individuais que possam envolver conflitos de interesses e, conseqüentemente, determinar o impedimento de voto com relação a acionistas ou administradores da companhia; III - os procedimentos e os responsáveis pela identificação das partes relacionadas e pela classificação de operações como transações com partes relacionadas; e V - a indicação das instâncias de aprovação das transações com partes relacionadas, a depender do valor envolvido ou de outros critérios de relevância. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 19 jan. 2022.

Tabela 4 - Resultados comparativos do Questionário Estruturado

Pergunta	“Sim”		“Não”	
	2020	2022	2020	2022
14. O programa diz como irá mitigar o conflito de interesses?	72 (50,7%)	167 (81,9%)	70 (49,3%)	37 (18,1%)

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente do sítio eletrônico oficial da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)

Nota: Períodos de coleta: 15/01/2020 a 15/02/2020, e 01/01/2022 a 20/01/2022.

Passando-se à análise comparativa dos dados, tem-se o resultado da Tabela 5, abaixo relacionada:

Tabela 5 - Resultados comparativos do Questionário Estruturado

Não mitigavam o conflito de interesses em 2020	Permanece listada e sem TPR ⁸⁶	Permanece listada, mas com TPR ⁸⁷	Não permanece listada ⁸⁸	Não estava listada e não apresenta TPR em 2022 ⁸⁹
Total: 70 companhias	22	43	5	4

⁸⁶ São elas: WIZ SOLUÇÕES E CORRETAGEM DE SEGUROS S.A., TRISUL S.A., TECHNOS S.A., SINQIA S.A., RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A., ROSSI RESIDENCIAL S.A., PBG S/A, POSITIVO, PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES TECNOLOGIA S.A., LUPATECH S.A., METALFRIO SOLUTIONS S.A., MMX MINERACAO E METALICOS S.A., OSX BRASIL S.A., RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A., LUPATECH S.A., METALFRIO SOLUTIONS S.A., EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A., FERTILIZANTES HERINGER S.A., GAFISA S.A., INSTITUTO HERMES PARDINI S.A., COGNA EDUCAÇÃO S.A., CSU CARDSYSTEM S.A., EQUATORIAL ENERGIA S.A.

⁸⁷ São elas: ALIANSCE, CENTRO DE IMAGEM, ANIMA HOLDING, AREZZO, BB SEGURIDADE, BK BRASIL OPERAÇÃO, BR PROPERTIES S.A., BCO BRASIL S.A., BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS, CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG, CPFL ENERGIA S.A., CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. , EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A., ENGIE BRASIL ENERGIA S.A., ETERNIT S.A., EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A., GRENDENE S.A., INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A., JSL S.A., LIGHT S.A., MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A., OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A., POMIFRUTAS S/A, PORTO SEGURO S.A., PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A., RAIA DROGASIL S.A., SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A., SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A., SUZANO S.A., SER EDUCACIONAL S.A., TECNISA S.A., TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A., CONSTRUTORA TENDA S.A., TOTVS S.A., UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A., PRINER SERVIÇOS INDUSTRIAIS SA, HYPERA S.A., LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A., T4F ENTRETENIMENTO S.A., VIA S.A, MOVIDA PARTICIPACOES SA, QUALICORP CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A., DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.

⁸⁸ São elas: B2W, CIA HERING, CIELO S.A., CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A., CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A, GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A., IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A, SMILES FIDELIDADE S.A.

⁸⁹ São elas: CURY CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A., GETNINJAS S.A., DEXCO S.A., DOTZ SA.

Fonte: Dados coletados em análise comparativa dos dados obtidos a partir da análise dos documentos disponibilizados pelas companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3 em janeiro de 2020 e em janeiro de 2022.

Nota: Períodos de coleta: 15/01/2020 a 15/02/2020, e 01/01/2022 a 20/01/2022.

Além disso, como a preocupação em torno da apresentação de uma Política de Transação com Partes Relacionadas não se esgota em si mesma, ou seja, a simples existência e divulgação desta não é suficiente para demonstrar a aptidão da regulação na construção de políticas efetivas, foram adicionadas duas novas perguntas ao questionário.

Com a pergunta “14.1”, que dependia de resposta positiva em relação à “14”, objetivava-se começar a mapear a questão da obsolescência das políticas do Novo Mercado e, a longo prazo, o tempo de atualização destas, já que, embora a B3 pontue no Regulamento do Novo Mercado e Anexo 6.4.1 ao Manual do Emissor que estas constituem requisito para a companhia ser listada, não estabelece uma obrigação de atualização periódica destas. O resultado se verifica abaixo:

Tabela 6 - A política de transação com partes relacionadas foi atualizada depois de janeiro de 2020?

Pergunta	Sim	Não	O sítio eletrônico não apresenta essa informação
14. 1 A política foi atualizada depois de janeiro de 2020?	113 (67,3%)	43 (25,6%)	12 (7,1%)

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente das Políticas de Transações com Partes Relacionadas /Políticas de Conflito de Interesses disponíveis nos sítios eletrônicos das sociedades anônimas listadas no setor de “Novo Mercado” da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Nota: Período de coleta de dados: 01/01/2022 a 20/01/2022

Nota 2: As opções do questionário para tal questionamento eram “sim”; “não” e; “o sítio eletrônico não apresenta essa informação”.

Em números, significa dizer que 113 (cento e treze) TPRs foram atualizadas; 43 (quarenta e três) não foram e 12 (doze) sítios eletrônicos não apresentavam informação de quando foi a última atualização da política.

Por último, a pergunta 14.1 visava verificar como as companhias do Novo Mercado tem incorporado as modificações legislativas no que toca ao Conflito de Interesses, vez que, embora os resultados de 2020 demonstrem que a B3 não utiliza os mecanismos de *compliance*

como *hard law*, acredita-se, conforme abordado ao longo do trabalho, que esses mecanismos, quando aliados com autorregulação efetiva, ou seja, por meio da implementação de políticas apropriadas de supervisão, divulgação pública de resultados, setorização por nível de cumprimento de governança corporativa e aplicação de sanções, são capazes de conter os riscos envolvendo as Transações com Partes Relacionadas. Os dados coletados demonstraram que:

Gráfico 3 - A Política de Conflito de Interesses ou a TPR se atualizou em relação à Lei nº 14.195/2021?

Pergunta	Sim	Não
14. 1 A Política de Conflito de Interesses ou a TPR se atualizou em relação à Lei nº 14.195/2021?	1 (0,7%)	43 (99,3%)

Fonte: Dados coletados pela autora diretamente das Políticas de Transações com Partes Relacionadas /Políticas de Conflito de Interesses disponíveis nos sítios eletrônicos das sociedades anônimas listadas no setor de “Novo Mercado” da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

Nota: Período de coleta de dados: 01/01/2022 a 20/01/2022

Pelo resultado, observa-se que apenas 1 (uma) das 204 (duzentas e quatro) companhias listadas ao longo da análise documental, atualizou-se em relação à Lei nº 14.195/2021. A companhia BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A. pontuava expressamente, no item “8.3.6” de sua Política de Transação com Partes Relacionadas, que:

Compete à Assembleia Geral de Acionistas, conforme disposto no Art. 122 inciso "X" da Lei nº 6.404/1976, deliberar sobre a celebração de transações com partes relacionadas, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% do valor dos ativos totais da Companhia constantes do último balanço aprovado⁹⁰.

Ademais, à semelhança do ocorrido em 2020, independente de o documento analisado ter sido uma “Política de Conflito de Interesses” ou uma “Transação com Partes Relacionadas”, essa se limitava tão somente ao conteúdo mínimo exigido pela B3 quanto às TPRs e à mitigação do Conflito frente aos acionistas e administradores⁹¹.

⁹⁰ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/d4ee6ddf5-1dd8-4fb5-b518-e05397c304e4/4fe77075-d3ac-4c02-a996-7bba0df8c8a0?origin=1>>. p. 17 do documento. Acesso em 02 jan. 2022.

⁹¹ Embora no início das políticas se mencionasse que se referia a todos os trabalhadores, só havia menções expressas para administradores e acionistas.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Anteriormente, foi levado em consideração que as companhias ainda direcionariam a solução de seus conflitos centrada nas figuras tipicamente listadas pela LSA - acionistas e administradores⁹². Tal inferência foi confirmada, uma vez que, embora o número de companhias que apresentam TPR tenha aumentado significativamente, se comparado ao resultado de dois anos atrás (Tabela 4), as políticas representam, em sua maioria, reprodução do conteúdo mínimo estabelecido no art. 35 do Regulamento do Novo Mercado.

A preocupação em torno dessa questão é que, embora centrar a análise somente nessas figuras possa ser justificável, na medida em que possuem o dever de não trabalhar exclusivamente em razão dos seus interesses (VILELA, 2012, p. 9), não é justificativa apta à não submeter os deveres dos sócios minoritários, terceiros, colaboradores e trabalhadores à apreciação quando da elaboração do documento. Além disso, nenhuma companhia listada e analisada demonstrou preocupação quanto a isso nessas políticas, mesmo cenário apresentado em 2020

Ou seja, apresentar uma TPR torna-se mais uma questão de conformidade com as normas estabelecidas pelo autorregulador, do que uma adaptação do conflito de interesses à realidade a que a companhia está submetida.

Por outro lado, é possível verificar maior aderência das companhias ao detalhamento de hipóteses de Conflito de Interesses. Se em 2020 93,7% das companhias não detalhavam hipóteses de Conflito de Interesses, em 2022 esse número caiu para 57,8% (118 companhias).

Ademais, inferiu-se que conteúdo dos documentos seria predominantemente declaratório. Conforme se verificou na “Tabela 2 - Resultados Comparativos do Questionário Estruturado”, 4 (quatro) companhias não disponibilizavam qualquer documento relativo à integridade no seu sítio eletrônico e 37 (trinta e sete) não apresentavam uma Política de Conflito de Interesses ou TPR, e nenhuma delas recebeu qualquer penalidade pelo descumprimento do disposto no Capítulo IV, Seção I, do Regulamento do Novo Mercado, o que permite questionar o papel da B3 no *enforcement* e na fiscalização de suas normas⁹³.

⁹² Inferências obtidas a partir da discussão dos resultados obtidos na análise de 2020. In: *Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado, 2022*.

⁹³ Tal conclusão foi obtida por meio da análise da documentação disponibilizada pela B3. Disponível <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-sancionadora/sancoes-aplicadas.htm>. Acesso em 25 jan. 2022.

Não bastante, em atenção aos objetivos da pesquisa, qual seja, verificar i) o grau de variação dos resultados; ii) o impacto das inovações legislativas (se e como foram incorporadas); iii) eventuais modificações nas regras estabelecidas pela B3 quanto ao parâmetro do conflito de interesses; iv) quantas empresas saíram do segmento da B3 e se os motivos se relacionam à pandemia do Covid-19 ou ao descumprimento de alguma regra de conflito de interesses; além de verificar quantas entraram, tem-se o seguinte cenário.

Os resultados quanto à existência de detalhamento de hipóteses específicas de conflito de interesses e à mitigação do parâmetro foram as duas perguntaram cujas respostas apresentaram variação positiva significativa, ao passo que as demais não apresentaram variação relevante.

Quanto ao impacto das modificações legislativas, pode-se dizer que este é praticamente zero, confirmando a inferência realizada quanto ao ponto, já que diante da ausência de renovação do Regulamento do Novo Mercado, apenas 1 (uma) companhia se atualizou em relação à Lei nº 14.195/2021.

Ainda, não houve qualquer modificação das regras estabelecidas em relação ao conflito de interesses, haja vista que o Regulamento permanece sendo o vigente desde 2018.

Ademais, é possível estabelecer que 19 (dezenove) companhias deixaram o segmento do Novo Mercado⁹⁴ e 81 (oitenta e uma) entraram⁹⁵, mas não foi possível verificar se as

⁹⁴ São elas: B2W - COMPANHIA DIGITAL; BIOSEV S.A.; COSAN LOGISTICA S.A.; CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.; CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.; CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART; IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.; TERRA SANTA AGRO S.A.; TIM PARTICIPACOES S.A.; CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.; CIA HERING; DURATEX S.A.; GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.; LINX S.A.; LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.; PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A; SMILES FIDELIDADE S.A.; VIA VAREJO S.A.; ESTACIO PARTICIPACOES S.A..

⁹⁵ São elas: 3R PETROLEUM ÓLEO E GÁS S.A, AERIS IND. E COM. DE EQUIP. GERACAO DE ENERGIA S/A; AES BRASIL ENERGIA S.A.; AGROGALAXY PARTICIPAÇÕES S.A.; ALLIED TECNOLOGIA S.A.; ALLPARK EMPREENDIMENTOS PARTICIPACOES SERVICOS S.A; ALPHAVILLE S.A.; AMBIPAR PARTICIPACOES E EMPREENDIMENTOS S/A; AMERICANAS S.A; ARMAC LOCAÇÃO. LOGÍSTICA E SERVIÇOS S.A.; ATMA PARTICIPAÇÕES S.A.; BEMOBI MOBILE TECH S.A.; BLAU FARMACÊUTICA S.A.; BOA SAFRA SEMENTES S.A.; BOA VISTA SERVIÇOS S.A.; BRISANET PARTICIPAÇÕES S.A.; BRISANET PARTICIPAÇÕES S.A.; CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO; CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS; CLEAR SALE S.A.; CM HOSPITALAR S.A.; Companhia Brasileira de Alumínio CBA; CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.; CURY CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.; DESKTOP - SIGMANET; DOTZ SA COMUNICAÇÃO MULTIMÍDIA S.A.; DEXCO S.A.; DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.;DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS; ELETROMIDIA S.A.; EMPREENDIMENTOS PAGUE MENOS S.A.; ENJOEI S.A.; FOCUS ENERGIA HOLDING PARTICIPAÇÕES S.A; GETNINJAS S.A.; GPS PARTICIPACOES E EMPREENDIMENTOS S.A.; GRUPO DE MODA SOMA S.A.; GRUPO DE MODA SOMA S.A.; GRUPO MATEUS S.A.; HBR REALTY EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S/A; HIDROVIAS DO BRASIL S.A.; HOSPITAL MATER DEI S/A; INFRACOMMERCE CXAAS S.A.; IRANI PAPEL E EMBALAGEM S.A.; INTELBRAS S.A.; JALLES MACHADO S.A.; KORA SAÚDE PARTICIPAÇÕES S.A; LAVVI EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.; LIVETECH DA BAHIA INDUSTRIA E COMERCIO S/A; LOJAS QUERO-QUERO S/A; MÉLIUZ S.A.; MELNICK DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.;

saídas se relacionam à pandemia do Covid-19 ou ao descumprimento de alguma regra de conflito de interesses, já que o Relatório de Enforcement não é atualizado desde 2020.

Dessa forma, as conclusões obtidas em 2020 são semelhantes às de 2022, ou seja, a atuação da B3 não contribui o quanto poderia para o *enforcement* do *compliance* no que tange ao conflito de interesses. E, embora a observância dos preceitos fundamentais estabelecidos pelo Regulamento do Novo Mercado e pela legislação, mormente a Lei nº 14.195/2021 seja imprescindível para a verificação do grau de excelência e rigidez dos comandos elaborados pelo próprio emissor, visto que sua ausência pode ser capaz de afastar as condições de mercado que devem ser impostas a todas as companhias, mais uma vez, é possível questionar o papel da B3 de pressão externa.

O papel fiscalizatório e sancionatório, é crucial para a institucionalização da estrutura auto-limitativa - e auto-contratual - que compõem os mecanismos traduzidos em políticas e códigos de conduta. Isso porque, estes códigos representam, em última instância, a internalização do interesse dos *stakeholders* envolvidos.

É nesse sentido que os programas devem constituir instrumentos de caráter vinculativo. Caso contrário, o objetivo do contrato de natureza privada firmado entre emissor e órgão autorregulador perde sentido e o *compliance* torna-se, quando muito, “pura fachada, sem qualquer efeito sobre o comportamento da empresa” (TEUBNER; GÁSCON, 1997, p. 10).⁹⁶. Por isso, a fiscalização por parte do órgão autorregulador é tão importante para verificar se os códigos estão sendo cumpridos ou não; o que justifica o esforço perquirido no presente trabalho, já que o cumprimento vai garantir a institucionalização da estrutura auto-limitativa firmada entre emissor e companhia.

Pela análise, portanto, observa-se uma contradição entre a setorização estabelecida pela B3 com o Novo Mercado - a de segmento destinado às companhias com maior grau de conformidade do mercado de capitais brasileiros -, e, portanto, com a premissa de cumprimento das normas de base voluntária, já que há a obrigatoriedade de divulgação de

Mobly S.A.; Mosaico Tecnologia ao Consumidor S.A.; MPM CORPÓREOS S.A.; MULTILASER INDUSTRIAL S.A.; NEOGRID PARTICIPACOES S.A.; OCEANPACT SERVICOS MARITIMOS S.A.; ONCOCLINICAS DO BRASIL SERVICOS MEDICOS S.A.; ORIZON VALORIZACAO DE RESIDUOS S.A.; PADTEC HOLDING S.A.; PET CENTER COMERCIO E PARTICIPACOES S.A.; PETRORECÔNCAVO S.A.; PLANO & PLANO DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.; Rede DOr São Luiz S.A.; SENDAS DISTRIBUIDORA S.A.; SEQUOIA LOGISTICA E TRANSPORTES S.A.; SIMPAR S.A.; SMARTFIT ESCOLA DE GINÁSTICA E DANÇA S.A.; SYN prop e tech S.A.; TC TRADERS CLUB S.A.; TIM S.A.; TRÊS TENTOS AGROINDUSTRIAL S/A; UNIFIQUE TELECOMUNICAÇÕES S.A.; VAMOS LOCAÇÃO DE CAMINHÕES. MÁQUINAS E EQUIP. S.A.; VIA S.A; VIBRA ENERGIA S.A.; VITTTA FERTILIZANTES E BIOLÓGICOS S.A.; WESTWING COMERCIO VAREJISTA S.A.; WILSON SONS HOLDINGS BRASIL S.A.; YDUQS PARTICIPACOES S.A.

⁹⁶ No trecho original, tal trecho encontra-se grafado como “[a]nd here again we have this ambivalence code of conduct can be just a pure window dressing without any effect whatsoever on the behavior of the firm.”

mecanismos de *compliance*; e o respectivo cumprimento dos preceitos pelas companhias listadas, vez que, conforme se abordará na conclusão, os resultados, em alguns pontos, permanecem insatisfatórios.

5. CONCLUSÃO

O Conflito de Interesses pode se apresentar como falha que gera impactos externos, perante investidores, e internos, perante a sociedade. Assim, para responder ao problema de pesquisa proposto, procedeu-se a análise das 204 (duzentas e quatro) companhias listadas no segmento de Novo Mercado considerando os aspectos metodológicos descritos na seção 4. Após, à análise dos elementos que compõem os instrumentos analisados, precipuamente as Políticas de Transação com Partes Relacionadas e os Códigos de Conduta e Ética.

Nesta esteira, é possível observar, pela análise comparativa dos resultados, que as políticas institucionais das sociedades empresárias listadas no segmento do Novo Mercado da B3 demonstraram maior grau de conformidade em relação aos padrões exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado, quando comparadas com os resultados obtidos em 2020. Por outro lado, não é possível dizer o mesmo em relação ao grau de conformidade com a legislação, já que apenas 1 (uma) companhia se atualizou em relação à Lei nº 14.195/2021.

Nesse sentido, conforme observado em 2020, pode-se afirmar que embora as regras para mitigação do conflito de interesses sejam parte importante do *compliance* e que os códigos de conduta lato sensu tenham força vinculativa, as companhias do Novo Mercado não incorporam as novidades legislativas com a rapidez desejada, refutando a hipótese estabelecida, haja vista que, conforme resultado do gráfico 3, boa parte das políticas sequer foram atualizadas depois de janeiro de 2020.

Como instrumento de viabilização da observância às normas jurídicas e éticas capazes de superar as deficiências do modelo regulatório tradicional, a qualidade desses dados permite o questionamento acerca do papel desempenhado pela B3 relativamente ao *enforcement* dos programas, já que se verificou que (i) a as empresas direcionam a solução de seus conflitos (internos e externos) centradas nas figuras tipicamente listadas pela LSA - acionistas e administradores - e; (ii) o grau de conformidade em relação aos padrões exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado ainda não é seguido adequadamente. Em outras palavras, importa dizer que, embora o *compliance* constasse como requisito fundamental à setorização conferida pelo Novo Mercado, a B3 não o utilizava como instrumento de controle de mercado

Os resultados mostram que, apesar de ter havido uma melhora significativa em dois aspectos dos dados coletados, persiste a noção de que os programas são tratados como de conteúdo declaratório, o que reforçou a percepção de que a B3 não considera a qualidade dos programas de *compliance* das companhias listadas.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Eduardo Lemos Lins de. **Compliance e crime corporativo**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2018.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; PINHEIRO, Caroline da Rosa. O papel da CVM e da B3 na implementação e delimitação do programa de integridade (*compliance*) no Brasil. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**. Brasília, v. 3, n. 1, p. 40 – 60 | Jan/jun. 2017. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/322586773_O_PAPEL_DA_CVM_E_DA_B3_NA_IMPLIMENTACAO_E_DELIMITACAO_DO_PROGRAMA_DE_INTEGRIDADE_COMPLIANCE_NO_BRASIL>.

ATHAYDE, Amanda; FRAZÃO, Ana. Leniência, *compliance* e o paradoxo do ovo ou da galinha: do *compliance* como instrumento de autorregulação empresarial. In: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). **Compliance: perspectivas e desafios dos programas de conformidade**. Belo Horizonte: Fórum, 2018. 527p. ISBN 978-85-450-0564-3.

AZEVEDO, Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. Decisão da CVM no caso “Sistel-Previ”**. Erasmo Valladão e Novaes França, 2003, pp.658-660.

BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. 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). **Diário oficial da união**, 2021. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm>.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Teoria Palco-Platéia – A Interação entre Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/pt-br.php>>.

CARVALHO, Gabriela Cerqueira de; OLIVEIRA, Flávia Jardim de. O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesse. **Revista Discente DIREITO GV**. São Paulo, ano 02, v. 01 n. 03 jul 2013, p.48. Disponível em:

<<https://direitosp.fgv.br/publicacoes/revista/artigo/controler-gerencial-responsabilizacao-administrador-caso-de-conflito-de-in>>.

CVM, **Comitê de pronunciamentos contábeis**. Pronunciamento técnico cpc 05 (r1). Divulgação sobre Partes Relacionadas Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 24 (IASB – BV2010), 2010. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_05_R1_rev06_Consolidado.pdf>.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. **Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: o caso dos segmentos especiais da listagem da BM&FBovespa** / Angela Rita Franco Donaggio - São Paulo: s.n., 2016.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: Limites da Autorregulação**. Disponível em: <http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/12/2012_12_7357_7388.pdf>. Acesso em 26 out. 2020.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das SA comentada**. São Paulo, Quartier Latin 1v, pp.663-664, 2011.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A Autorregulação Do Mercado De Valores Mobiliários Brasileiro: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**. Tese de Mestrado. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2012.

FERREIRA, Carla Froener; FERREIRA, Luciano Vaz. **Revista da faculdade de direito da UERJ**. A pesquisa empírica em direito e sua aplicação na análise de sites da internet - Rio de janeiro, n. 36, dez. 2019.

FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. São Paulo. 2018. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>>. Acesso em: 22 jun. 2020.

_____. **Função social da empresa na constituição de 1988. Direito Civil Contemporâneo**. Obscursos Editora - Brasília, 2009, pp. 11-43.

GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula. **O Estado, a empresa e o contrato**. Malheiros Editora - São Paulo, 2003.

HENDRIKS, Bram; HERSKOVICH, Michael. Related Party Transactions: How to ensure adequate protection of minority shareholder rights. **ICGN**. Disponível em: <<https://www.icgn.org/related-party-transactions-how-ensure-adequate-protection-minority-shareholder-rights>>.

MILHAUPT, Curtis J; PARGENDLER, Mariana. **RPTs in SOEs: Tunneling, Propping, and Policy Channeling** (March 1, 2018). Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3119164>.

NARCISO, Bárbara Simões. Conflito de interesses, novo mercado e eficiência autorregulatória: o compromisso firmado pelas companhias listadas na B3. **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

PACCES, Alessio Maria. Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs): The Case for Non-Controlling Shareholder-Dependent (NCS-Dependent) Directors (May 8, 2018). **Law Working Paper**. No. 399/2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3167519>> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3167519>>.

PARGENDLER, Mariana. **How Universal is the Corporate Form? Reflections on the Dwindling of Corporate Attributes in Brazil** (February 20, 2018). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3126838>>.

PINHEIRO, Caroline da Rosa. **Os impactos dos programas de integridade (compliance) sobre os deveres e responsabilidades dos acionistas controladores e administradores de companhia**. Tese de Doutorado apresentada na Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2017.

PINHEIRO, Caroline da Rosa; NARCISO, Bárbara Simões. Conflito de interesses formal ou substancial? Os reflexos da MP nº 1040 nas transações com partes relacionadas. **JOTA**, 2021 <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/conflito-de-interesses-formal-ou-substancial-22042021#:~:text=O%20conflito%20de%20interesses%2C%20no,dessa%20mesma%20comp%20anhia%5B1%5D>.

PINHEIRO, Caroline da Rosa; SOARES, Adrienny Rúbia de Oliveira. Compliance: entre teoria e prática. Regulação e autorregulação no mercado de capitais. Et. **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

PINTO, João Paulo Campos Maia. **Desmutualização das bolsas de valores: um estudo sobre a desmutualização e sua aplicação no cenário brasileiro**. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia, 2006. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Joao_Paulo_Campos_Maia_Pinto.pdf>. Acesso em 11 jan. 2021.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial**/ Calixto Salomão Filho - 1. ed - São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses - a oportunidade perdida. **O novo direito societário**. Malheiros Editores LTDA. São Paulo, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves acenos para uma análise estruturalista do contrato. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Editora: Malheiros LTDA. São Paulo, 2006.

SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Rev. Direito Práx.**, Rio de Janeiro, Vol. 9, N. 3, 2018, p.1424-1461.

TARTAGLIA, Alexandra Catherine Pianca. **Compliance como método de auxílio ao cumprimento da função social da empresa: interações entre a função social da empresa e compliance.** Disponível em: <http://www.faacz.com.br/repositorio_de_tccs/2018/2018%20-%20CDI%20-%20Alexandra%20Catherine%20Pianca%20Tartaglia.pdf>. Acesso em 25 jun. 2020.

TEUBNER, Gunther. Politics, Governance, and the Law Transnational Economic Constitutionalism in the Varieties of Capitalism. **Global Perspectives.** University of California Press. 2020.

TEUBNER, Gunther; RICARDO, By; GASCÓN, Valenzuela. **Constitutional sociology and corporations.** [s. l.], 1997.