

**FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
DIREITO**

RENATO RODRIGUES VELTRI

**COMPLIANCE, GOVERNANÇA CORPORATIVA E O PAPEL DA B³ NA SUA
IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL**

RIO DE JANEIRO

2020

RENATO RODRIGUES VELTRI

**COMPLIANCE, GOVERNANÇA CORPORATIVA E O PAPEL DA B³ NA SUA
IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinícius Figueiredo Chaves**

RIO DE JANEIRO

2020

**COMPLIANCE, GOVERNANÇA CORPORATIVA E O PAPEL DA B³ NA SUA
IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinícius Figueiredo Chaves**

Data da aprovação:

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

For Susan

Com esse trabalho, termino um dos momentos mais desafiadores da minha vida até então. A caminhada foi muito difícil e mais longa do que eu esperava, e só foi possível por estar rodeado daqueles que a partir de agora dedico alguns parágrafos pra agradecer.

Primeiro de tudo ao meu pai. O homem que me deu tudo, desde a vida até o suporte financeiro e emocional necessário pra que eu passasse de todos os desafios que já me apareceram na vida. Te agradeço por ser o meu maior parceiro, por me entender e não poupar nada pra que que possa conseguir o que preciso.

À minha mãe, pelo cuidado e por entender a parte humana. Por aquela conversa no meio daquela festa em que demonstrou me entender como só uma mãe pode conhecer seu filho. Pelo apoio nos momentos difíceis e por ser o suporte silencioso quando eu mesmo fingia não precisar.

À Alexia, por toda vez que disse “vai dar sim”, quando eu dizia “não vai dar”. Por nunca ter me negado uma palavra de conforto nos piores momentos em que passei. Por sua paciência e carinho incondicionais ao longo de tantos anos. Por me fazer sentir bom e capaz mesmo quando eu me sentia o contrário.

Ao Marlon, ao João e ao Matheus, irmãos que eu ganhei na infância, na adolescência e na vida adulta respectivamente. Irmãos sem os quais eu jamais teria conseguido, sem dúvida nenhuma. Cada um de vocês, a seu modo, contribuiu pra que eu chagasse aqui e serão responsáveis por qual for o caminho daqui pra frente. Em especial esse último ano só foi suportável por tê-los me dando suporte. Peço a Deus que me dê a disposição do primeiro, a coragem do segundo e a sabedoria do terceiro para que eu possa me tornar um homem melhor.

À Kelly, a amiga improvável que eu agradeço todos os dias por ter. Ser querido e admirado por alguém que tanto gosto e admiro é uma honra. Nunca duvide do quão incrível você é. Obrigado por tudo, por me ajudar a tirar força de onde eu não tinha e por cada vez que vibrou comigo os momentos de felicidade.

À Caroline Benício, que na impossibilidade de listar todos os motivos pelo qual agradeço, resumo em “obrigado por tudo”. Minha trajetória na FND tem a sua marca e não importa o quão longe eu esteja, sempre estará comigo pois está sempre no meu coração.

Às minhas sobrinhas. Joyce, minha parceira, cuide sempre da Andressa, meu orgulhinho. Andressa, você é especial, mantenha o foco e você terá tudo para ser a melhor de nós.

Por fim, ao meu orientador Vinícius. Quando estive absolutamente à deriva, me acolheu, me deu um norte e é – mais do que ninguém – responsável por esse trabalho ser finalmente concluído. Por ter comigo muito mais paciência do que eu poderia pedir. Muito obrigado por, como dizia em todos os e-mails trocados “irmos em frente”.

RESUMO

Este estudo objetivou analisar a trajetória de dois importantes mecanismos do direito societário, o *Compliance* e a Governança Corporativa que são cada vez mais importantes dentro do mundo corporativo. Para isso, procurou-se compreender a legislação internacional a respeito dos temas; entender os motivos de ser das legislações; a internalização delas pelo Brasil por meio de diplomas legais e autorregulação. Para tanto, foi utilizado a técnica de pesquisa bibliográfica de nomes de relevância, assim análise de legislações. A partir da análise, pudemos perceber a importância que esses institutos têm para os investidores, resultando em um melhor ambiente de negócios. Ao fim, com o estudo realizado foi possível perceber o quanto a autorregulação tem sido benéfica para a popularização do *Compliance* e da Governança Corporativa.

Palavras chave: Compliance; Governança Corporativa; B³

ABSTRACT

This study aimed to analyze the trajectory of two important instruments of corporate law, Compliance and Corporate Governance, which are increasingly important within the corporate world. For that, it is useful to understand the international legislation regarding the themes; understand the *raison d'être* of legislation; their internalization by Brazil through legal diplomas and self-regulation. For this purpose, the technique of bibliographic search of research names was used, as well as analysis of legislation. From the analysis, we could see the importance that these institutes have for investors, discovering in a better business environment. In the end, with the study, it was possible to see how self-regulation has been beneficial for the popularization of Compliance and Corporate Governance.

Keywords: Compliance; Corporative Governance; B³

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 COMPLIANCE: ORIGEM E TRAJETÓRIA	14
2.1 BREVE HISTÓRICO DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE	14
2.1.1 CONCEITO DE COMPLIANCE	14
2.1.2 ORIGEM DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE.....	16
2.1.3 EVOLUÇÃO DO PAPEL E DO ESCOPO DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE	18
2.1.4 PROGRAMAS DE INTEGRIDADE NO BRASIL.....	20
3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.	23
3.1 INTERSEÇÃO ENTRE COMPLIANCE E GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
3.1.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.....	25
3.3 ORIGEM.....	27
3.4 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
3.5 OS CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	32
4 O PAPEL DA B³ NA CONSTRUÇÃO DE NOVOS PARADIGMAS EM MATÉRIA DE PROGRAMAS DE INTEGRIDADE	34
4.1 DE BOLSA LIVRE DE SÃO PAULO A B³	34
4.2 A BSM	37
4.3 O NOVO MERCADO.....	38
4.3.1 EM QUE CONSISTE O NOVO MERCADO	38
4.3.2 O novo mercado sobre Compliance.....	41
4.3.3 O que diz o regulamento.....	43
4.3.4 As sanções	45
5 CASO CONCRETO	48

5.1 ANÁLISE ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.....	48
5.2 ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	54
6 CONCLUSÃO.....	60
BIBLIOGRAFIA	61

1 INTRODUÇÃO

As Sociedades Anônimas têm como objetivo principal acessar a poupança popular. Acontece que o Brasil não tem histórico de altos índices de investimento e recentemente teve o pior momento em 50 anos.¹

Para que as S/A tenham maior êxito em seu objetivo, é preciso que o ambiente de negócios seja mais claro e transparente para gerar confiança. Qualquer passo nesse sentido tem grande importância no cenário macro e pode ajudar tanto na retomada econômica que o país tanto procura quanto em uma mudança de patamar no que diz respeito à nossa economia. Com isso, o Brasil e o Mundo procuram sempre aumentar a segurança dada para acionistas e é a essa esteira que o *Compliance* e a Governança Corporativa se tornam imperativos.

Desde as primeiras sociedades empresárias a elaborarem programas de integridade, a importância desses mecanismos veio aumentando cada vez mais. Se na virada do Século XX os programas tiveram suas primeiras elaborações para adequar a atuação dessas sociedades empresárias ao que ditavam os órgãos de fiscalização, principalmente no setor financeiro com a criação do FED em 1913, com o tempo ganharam contornos maiores passando a integrar legislações. Hoje, na era da informação, surge também a questão da imagem que pode impactar nos resultados e avaliações das empresas.

Desta forma, os programas de *Compliance* se tornaram parâmetro para classificar companhias de acordo com o comprometimento dessas para com os parâmetros éticos e morais, bem como as regras que regulam os mercados. Passaram então a ser avaliados também por entidades privadas como as bolsas de valores como a B³ no Brasil.

¹ <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-investimentos-no-brasil-menor-nivel-dos-ultimos-50-anos#:~:text=Em%202018%20subiu%20para%2015,mais%20de%2050%20anos!!>

A B³ desde seu início se propõe a regular as empresas interessadas em oferecer suas ações no mercado brasileiro. Um dos mecanismos utilizados pela B³ se trata dos níveis de mercado criados pela mesma, que se dividem em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, além dos voltados para pequenas médias companhias Bovespa Mais e Bovespa Mais 2. Dessa forma, devemos nos atentar para quanto a nossa bolsa de valores tem contribuído para o avanço e consolidação dos programas de integridade no Brasil.

Para atrair mais investidores, o mercado de ações tenta ao máximo dar segurança e para isso precisa de transparência. O objetivo deste trabalho passa por examinar como a B³ tem atuado - por meio de seus regulamentos - no sentido de incentivar as companhias a se tornarem cada vez mais transparentes e preocupadas com a os programas internos de controle.

O cenário de investimentos da população brasileira nunca foi dos melhores. O homem médio, trabalhador, raramente poupa. Isso se dá muitas vezes por uma conjuntura socio econômica do país, mas ainda quando há alguma superávit no orçamento, esse dinheiro vai no máximo para a poupança, dificilmente para investimentos mais variados e é um dos grandes desafios das Sociedades Anônimas ajudar essas pessoas a perderem o receio para que possam realizar investimentos seguros, sendo proveitoso para ambos os interessados.

Já há um movimento nesse sentido de corretoras de investimento que passaram a investir pesado no marketing pela internet mas caso a B³ tenha papel ativo nisso, o peso se torna muito maior e é por isso que devemos como juristas analisar o que a nossa Bolsa de Valores tem feito nesse sentido.

Para o desenvolvimento do presente trabalho foram necessárias revisões bibliográficas a respeito do tema Compliance e Governança Corporativa, com resumo e fichamento dos livros. Também foi necessária revisão dos regulamentos da B³ e do Novo Mercado. Em paralelo, houve revisão da legislação pátria a respeito de Compliance.

Houve também uma análise criteriosa em cima das ações voltadas a *Compliance* e a Governança Corporativa de uma das maiores sociedades empresárias do mercado brasileiro e também mundial. Esta se deu para avaliar se sua conduta nessas áreas é alinhada com as melhores práticas mundialmente estabelecidas.

O presente trabalho se estrutura em 3 partes. Na primeira delas temos esta introdução a respeito do que será trabalhando ao longo do mesmo. Logo em seguida, passaremos para o desenvolvimento que contará com 4 capítulos subdivididos em subcapítulos. Inicialmente falaremos sobre os programas de *Compliance*, traçando seu histórico, sua evolução e como o Brasil tem lidado com isso.

No seguinte, é a vez da Governança Corporativa ser esmiuçada e entendida. Além disso, a esta altura do trabalho é quando passamos a de relacionar ambos os assuntos para entendermos o que é o que e onde ambas se cruzam. Dirimindo algumas dúvidas que comumente aparecem e causam problemas para que se possa analisar ambos e ao mesmo tempo demonstrando como uma interfere na outra, trabalhando juntas na estrutura das companhias.

Nosso terceiro ponto de desenvolvimento será a respeito da B3, apresentando-a, passando por um pequeno histórico para que possamos entender como a mesma ganhou um escopo tão grande, e ao mesmo tempo explicando como esta companhia age no sentido de regular as práticas de *Compliance* e Governança Corporativa no Brasil.

Por fim, passamos então à análise do Itaú Unibanco Holding S.A que se encontra listado no segmento "Novo Mercado Nível 1" para vermos seus normativos nesse sentido. Com isso podemos além de ver na prática como se pode evidenciar a influência da autorregulação dentro de companhias, é também uma boa oportunidade de ver de maneira concreta como tudo que fora citado nos capítulos são aplicados na prática por uma companhia de tamanha envergadura.

O que impulsionou a realização do presente trabalho foi a percepção de que com a importância que a B³ tem, vem tendo atuação no sentido de melhorar o ambiente de negócios e isso passa essencialmente pelos programas de integridade e pelo aumento da governança corporativa. Com isso é possível que oriente futuros legisladores sobre o tema que se debrucem na expectativa de aumentar a confiança de investidores internos e externos, grandes e pequenos, com base no que já é regra da B³.

2 COMPLIANCE: ORIGEM E TRAJETÓRIA

2.1 BREVE HISTÓRICO DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE

2.1.1 Conceito de Compliance

Nosso objeto de estudo Compliance é uma expressão de origem anglo-saxã, que deriva do verbo "To comply" que significa em tradução livre o ato de estar de acordo com uma regra ou situação. Pode ser visto como um instrumento para que as organizações privadas ou públicas persigam a realização de seu objeto, de sua missão, visão e valores, de suas funções institucionais de acordo com padrões de integridade desejáveis. (RIBEIRO & DINIZ, 2015).

Particularmente em relação às organizações privadas, em especial, as companhias - como as sociedades anônimas, tem-se nas estruturas/funções de Compliance, uma tentativa de se buscar conformidade com regras (de ordem interna e externa, que sejam exigíveis para sua atividade), com a finalidade de atenuar os riscos aos quais a sociedade está exposta, tanto no âmbito legal quanto no tocante à sua imagem (MANZI, 2008).

É interessante aliás frisar a importância dada à imagem no mundo contemporâneo. As redes sociais se tornaram verdadeiros sistemas de monitoramento, com as pessoas expondo onde trabalham e podendo envolver o nome de seus empregadores em polêmicas. Já há casos de indivíduos que tiveram consequências graves em seus empregos após conduta vista como imprópria no mundo virtual². Conforme explicado acima, é importante não só a prevenção de crimes, mas também a preservação da reputação perante à sociedade.

Segundo Pinheiro (2018), não se pode ver Compliance como uma série de normas a serem cumpridas pelos agentes da companhia, mas deve ser entendido como um norte que guia toda a atuação. A autora destaca o papel de contenção de riscos que o Compliance deve tomar,

² <https://istoe.com.br/torcedor-do-flamengo-e-demitido-apos-ofender-comentarista-da-espn-no-twitter/>

antecipando possíveis problemas que possam surgir na conduta tanto de seus agentes quanto da sociedade empresária em si. Nesse contexto, mesmo campanhas publicitárias devem passar por revisões para que não provoquem campanhas contrárias que manchem a imagem da companhia como recentemente presenciamos.³

O *Compliance* então deve ser visto como parte da cultura da empresa. É ideal que seja compreendido e assimilado por cada um de seus colaboradores em todas as áreas da estrutura organizacional daquele que exerce atividade empresarial. Para isso, é fundamental que sejam fornecidos treinamentos e explicação do tema e de sua importância para todos que possam ser identificados como alguém que representa em algum grau a empresa. Conforme mencionado pela autora "[...] conjunto de procedimentos adotados por uma determinada sociedade, objetivando otimizar o cumprimento de normas legais, regulamentos e políticas estabelecidas pela organização[...]" (PINHEIRO, 2017).

Conforme explicado acima, para que uma empresa tenha um programa de Compliance eficiente, é necessário que faça disso algo que permeie toda a atuação dos agentes, evitando que, por exemplo, seus colaboradores se exponham de maneira contrária à imagem que a sociedade empresária tenta passar. Nesse sentido, a missão, a visão e os valores da sociedade empresária devem ser ensinados por meio de treinamentos para que além da exigência de que não cometam crimes, também tenham uma conduta que corresponda ao propagado por ela.

(...) instrumento de contenção de riscos, um meio de evitar perigos, se afigurando enquanto novidade hodierna. Constitui-se, assim, como comprometimento da empresa com o cumprimento do ordenamento, mediante criação de código de conduta ético interno, (...) através da proibição de condutas arriscadas e estruturação de cultura ética na empresa, apurando os comportamentos desviados e os sancionando. Representa as ideias de prevenção primária e prevenção técnica atinentes ao direito de intervenção e deve ser um elemento central para aferição da responsabilidade de uma empresa [...] (FIGUEIREDO, 2015, p. 117).

O autor alega na citação acima um aspecto importante sobre o Compliance que assume papel também na hora da responsabilização das companhias. O entendimento do autor está em

³ <https://economia.uol.com.br/listas/propagandas-acusadas-de-racismo.htm>

consonância com o já citado artigo 7º da lei 12.846 (Conhecida como lei Anti Corrupção). Dessa forma podemos ver mais uma faceta da importância desses programas que servem também para a sociedade empresária se resguardar de sanções advindas de eventuais problemas legais que seus colaboradores possam envolver seu nome. Vale ressaltar a relevância em um ordenamento que prevê, por exemplo, a extinção compulsória de sociedades.

Podemos então chegar a uma definição ampla de *Compliance*. Um conjunto de atos e regulamentos de pessoas jurídicas que objetivam adequar a atuação dessas pessoas jurídicas, seus órgãos internos e seus colaboradores a normas legais, não legais e a comportamentos sociais com objetivo de mitigar a possibilidade de ocorrência de atos reprováveis legal e socialmente e em caso de não ser suficiente para evitar atos ilegais, servir como atenuante de responsabilidade da Pessoa Jurídica.

2.1.2 ORIGEM DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE

Os programas de Compliance têm seu início no século XX com a criação de Food and Drug Act em 1906, mas tem seu marco inicial na legislação na década de 70, nos Estados Unidos após uma série de investigações de corrupção em que funcionários de diversos Estados foram acusados de receber pagamentos para favorecer sociedades empresárias. Pinheiro (2017) afirma que esse contexto é o que cria o Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) em 1977 e que ainda hoje é base para novas regulações.

Conforme assegura Pinheiro (2017), pode-se dizer que a *ratio legis* da FPCA era criminalizar a entrega de suborno para agentes do Estado para que esses privilegiassem particulares. Demonstra-se, portanto, que visava preservar tanto a o funcionamento regular do Estado quanto o ambiente saudável de concorrência no mercado. Não é exagero afirmar que os programas de Compliance nascem para assegurar uma maior lisura na sociedade de mercado.

Conforme explicado acima, casos de corrupção estão na gênese da criação de programas de Compliance por meio do FPCA, que se trata de uma lei voltada para esse objetivo. Embora os programas de integridade não se resumam a apenas isso, há de se notar o quão ligadas as

coisas estão inclusive no contexto brasileiro já que ganham importância legal na Lei anticorrupção de 2013 que assim como o FPCA, nasce em um contexto social de anseio popular por respostas contra a sensação de corrupção generalizada, em que boa parte da população ia às ruas protestar contra isso.⁴

Conforme Carneiro e Santos Júnior (2018), o FPCA tinha como principal objetivo o combate à corrupção. O autor relata que o objetivo precípua do programa era impedir que funcionários públicos estrangeiros fossem subornados, o que levaria a uma perda da integridade do mercado de capitais americano. Ao mesmo passo, o autor afirma que os escândalos de corrupção tiveram importância na criação dessa regulação.

Conforme mencionado pelo autor, os escândalos foram o que trouxeram à luz o regramento "Os escândalos de corrupção alavancaram a edição do FCPA e, a partir daí, a referida lei tornou-se paradigma internacional dos demais sistemas de combate à corrupção" (CARNEIRO, SANTOS JUNIOR, 2018, p. 35).

Os programas de integridade têm, conforme explicado acima, relação indissociável para com o combate à corrupção estando no cerne do seu ganho de importância cada vez maior no mundo. Embora o FCPA tenha sido o pioneiro, não foi a única resposta em forma de regulação para os escândalos. Outros países também fizeram seus regramentos, por exemplo, o United Kingdom Bribery Act do Reino Unido.

Em razão do exposto tem-se que a origem do *compliance* situa-se na década de 1970. Após a ocorrência dos escândalos de corrupção, instaurou-se, nos Estados Unidos da América, uma série de investigações que visou a apurar pagamentos questionáveis realizados por sociedades norte-americanas a funcionários públicos, não só americanos como também de Estados estrangeiros, utilizados para assegurar alguma ação benevolente do governo para com os interesses das sociedades(...) Nesse contexto, foi editada a *Foreign corrupt act* (FCPA) de 1977 (...) O propósito primeiro da FCPA foi o de criminalizar a prática de suborno a agentes públicos estrangeiros a fim de influenciar o funcionário para obter vantagens impróprias. (PINHEIRO, 2017, p. 22).

⁴ <https://revistagalileu.globo.com/Revista/noticia/2018/06/manifestacoes-de-junho-de-2013-completam-cinco-anos-o-que-mudou.html>

A autora nos traz na citação acima os motivos e o enfoque dado à FPCA. É importante frisar esse ponto para que tenhamos uma compreensão da trajetória posterior também para entender o aumento de importância desses programas no Brasil e no momento que isso se deu. Assim como na década de 70 nos Estados Unidos, também o Brasil de 2013 tinha uma comoção enorme com relação às práticas de corrupção, que levou à edição de uma lei que privilegiava os programas de Compliance.⁵

Diante desse quadro, a relação intrínseca entre o Compliance, o combate à corrupção e todos os benefícios que isso traz para a sociedade como um todo é demonstrada. Entretanto, com o passar dos anos isso se expandiu para algo mais amplo e que não se restringe apenas a mandamentos legais.

2.1.3 EVOLUÇÃO DO PAPEL E DO ESCOPO DOS PROGRAMAS DE COMPLIANCE

Após o início na década de 70, houveram mais avanços na importância desses programas tanto em países como Estados Unidos, quanto no âmbito global com acordos em entidades multilaterais como a ONU. Conforme nos relata Oliveira e Linhares (2007) Entre 2001 e 2002, falhas internas de empresas americanas as levaram à falência, o que resultou na criação do Sarbanes-Oxley Act, que amplia o escopo e passa a exigir determinados processos internos nas empresas. Dessa maneira, o Compliance começa a tomar uma forma mais parecida com o que conhecemos e se torna mais próximo da Governança Corporativa.

Se com a FCPA e a UKBA o enfoque era a prevenção de ocorrência de casos de corrupção, tendo como prioridade a preservação da lisura dos negócios, com a Sarbanes-Oxley Act passa a ser dar foco para a proteção do investidor. A desestabilização do mercado de

⁵ <https://politicalivre.com.br/artigos/aspectos-historicos-da-lei-anticorrupcao/#gsc.tab=0>

capitais americano foi fundamental para a edição da a SOX, com objetivo de dar aos investidores maior segurança. (CARNEIRO e SANTOS JUNIOR 2018)

É interessante perceber como mais uma vez a regulamentação se dá por conta de fatos marcantes socialmente. Conforme explicado acima, a SOX é criada por grande influência da quebra de empresas por erros administrativos internos, assim como a FCPA teve nos escândalos de corrupção um impulso para sua criação. Dessa forma vemos como a necessidade social moldou a atuação do Estado para a criação e aperfeiçoamento do conceito final de Compliance.

Após os problemas enfrentados no início dos anos 2000, diversas pesquisas demonstraram um enorme descrédito da sociedade para com o mercado (DANTA, 2006). O autor nos traz em números essa desconfiança que consistia em 71% dos investidores declarando acreditar que há excessiva fraude contábil nas empresas, em pesquisa feita com investidores na Main Steet. Traz também que ao mesmo tempo a Haris Pool divulgou pesquisa em que 81% dos investidores afirmavam necessitar que fossem feitas novas leis regulatórias mais rígidas. Já com o público em geral, 77% da população dizia acreditar que a então queda do mercado americano se dava pela ganância e corrupção dos chefes executivos, segundo pesquisa da CNN/ USA Today. Era esse o cenário com relação à confiança americana para investimentos em 2002.

Conforme mencionado pelo autor "Nesse novo cenário da economia americana, surge a Sarbanes-Oxley Act, que vem estabelecer novos padrões de responsabilidade contábil corporativa, bem como, penalidade por danos da corporação ocasionados a investidores" (DANTA, 2006, p.17). Dessa forma os números confirmam a informação anterior de que a SOX acontece por uma demanda dos próprios agentes de mercado.

Conforme explicado acima, com o passar dos anos o Compliance toma uma nova roupagem. Deixa de ser apenas uma maneira de garantir a lisura na relação entre entes públicos e privados, para se tornar uma forma de regular o funcionamento das companhia, garantindo segurança jurídica e recuperar a confiança do investidor que se encontrava abalada por quebras

motivadas por má gestão e fraude que aconteceram no início dos anos 2000, por exemplo, a concordata da WORLDCOM.

Diferentemente do FPCA e do UKBA, a Lei *Sarbanes-Oxley*, ou simplesmente SOX (*Sarbanes-Oxley Act*) tem como escopo proteger os investidores, proporcionando um grau maior de confiabilidade dos resultados do mundo corporativo. Para fortalecer o caráter de integridade das empresas, o diploma normativo se concentra na governança corporativa, controle interno, prestação de contas e na auditoria, setores essenciais para um programa de *Compliance*. (CARNEIRO e SANTOS JUNIOR, 2018, p. 40).

O autor pontua como a SOX fez questão de privilegiar aspectos hoje essenciais dos programas de Compliance, dentre elas a Governança Corporativa, demonstrando assim como as duas matérias se interligam. Junto com a Governança, mecanismos que viriam a se tornar parte integrante dela também ganharam importância como auditoria, controle interno e prestação de contas. Posteriormente, outros mecanismos passaram a integrar os programas de integridade como códigos de ética e canais de denúncias de irregularidade. Entretanto, com a SOX, estava lançada a pedra fundamental do Compliance como o conhecemos atualmente.

Como podemos observar, diante da demonstrada trajetória, o Compliance se tornou algo associado à governança corporativa por contribuir com a transparência das atividades da Companhia. A SOX, formata o novo conceito de Compliance e aumenta ainda mais sua relevância e importância no mundo em que o Estado Regulador tende a ser o padrão.

2.1.4 Programas de integridade no Brasil

O Brasil teve um incentivo externo para começar a introduzir em sua legislação a valorização do Compliance. Se em 1977 a legislação americana inovou com o FCPA, apenas em 1997 a OCDE se baseia na lei americana para elaborar a Convenção sobre o Combate à Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em transações comerciais (CANEIRO e SANTOS JUNIOR, 2018).

Como signatário, o Brasil se comprometeu a adequar nosso ordenamento para maior combate à corrupção. A isso se seguiram vários avanços legislativos, tendo como a mais recente

a Lei 12.846/13 que endureceu as sanções para pessoas físicas e jurídicas e privilegiou as empresas que tenham programas de integridade satisfatórios.

Após a assinatura da Convenção da OCDE, o mesmo foi internalizado pelo Decreto Legislativo 125/2000. A isso se seguiram os decretos 152/2002 que internalizou a Convenção interamericana Contra a Corrupção, que segundo Carneiro e Santos Junior (2018) pretendia fazer com que os signatários desenvolvessem mecanismos para a prevenção, detecção e punição de corrupção. Não por acaso, em 2002 o Código Penal passa a ter um capítulo focado nos Crimes de Corrupção praticados contra a Administração pública, inserido pela lei 10.467/02.

Vale ressaltar o atraso do Brasil com relação ao movimento que ocorria nos Estados Unidos. Conforme explicado acima, nossa legislação tipifica os crimes de particular contra Estados estrangeiros em 2002, de maneira similar ao que havia acontecido nos Estados Unidos em 1977. Nesse mesmo ano, os Norte-Americanos estavam dando um passo à frente com a criação da SOX. Dessa forma, nosso ordenamento ficou mais uma vez defasado.

Conforme afirma Mendes e Carvalho (2017), a Convenção da OCDE reverberou ainda mais, gerando outras consequências legais além da reforma do código penal anteriormente citado. Entram como resultado da convenção também a Lei 12.527/2011, conhecida como lei de acesso à informação, importante para o Compliance no setor público, e a lei 12.846/2013 chamada de Lei Anticorrupção já citada anteriormente.

Enquanto a Lei de acesso à informação não fala de forma direta sobre *Compliance*, ela funciona mais como um instrumento para a aplicação desses mecanismos dentro do setor público, fazendo uma boa dupla com a lei 13.303/16. Por outro lado, a Lei 12.846/12 cita nominalmente os programas de integridade, bem como mecanismos típicos do *Compliance* em seu artigo 7º, VIII "Serão levados em consideração na aplicação das sanções (...) a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de

irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica." (BRASIL, 2012).

O Brasil vem trabalhando nos últimos anos para se adequar aos compromissos internacionais que assumiu. Conforme explicado acima, nos últimos 20 anos a produção legislativa no sentido de coibir atos de corrupção aumentaram. Se no início dos anos 2000 tivemos a inserção no código penal de um capítulo análogo ao que foi a FCPA nos Estados Unidos, na Lei 12.846/2013 nos aproximamos do que é a SOX. Nossa lei não define as estruturas e os mecanismos como faz a SOX, sendo mais minimalista e vaga e se apoiando em normas infralegais para normatizar pormenores como faz FEBRABAN no ramo bancário. Entretanto, é um avanço que utilize mecanismos de Compliance como, por exemplo, códigos de ética como atenuante das sanções previstas naquela lei.

[...]ainda que tenha ratificado a Convenção da OCDE (e as outras Convenções), o Brasil, até o ano 2013, ainda não tinha aprovado o projeto de lei que honrasse tal compromisso. Até que em junho, durante a Copa das Confederações, quando milhares de pessoas no país (e também no exterior) saíram às ruas para protestar contra, dentre outras, o aumento das tarifas do transporte público e a corrupção, foi aprovada no Brasil a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013. Apelidada de “lei anticorrupção” e “lei da empresa limpa”, a norma entrou em vigor, em 29 de janeiro de 2014, objetivando responsabilizar, nas esferas cível e administrativa, as pessoas jurídicas pelas práticas de atos criminosos contra a Administração Pública, nacional ou estrangeira. (XAVIER, 2015, p. 32-33).

O autor ressalva acima o quanto a pressão popular foi importante para que finalmente fosse cumprido aquilo com o que o Brasil havia se comprometido internacionalmente. Antes da Lei Anticorrupção - que vale ressaltar, é a única no ordenamento jurídico brasileiro que valoriza o Compliance - já tinham avanços reconhecidos internacionalmente do Brasil no sentido de combate à corrupção, mas somente com essa lei o país passa a ser mais incisivo nas punições às pessoas jurídicas.

Conforme verificado, podemos constatar que o Brasil trabalha com um atraso no tocante ao estabelecimento de regras claras que incentivem o Compliance nas companhias. Enquanto os Estados Unidos lançavam a tendência, o Brasil continuava inerte e demorou décadas para enfim começar a seguir esse caminho. Nos últimos anos, a lei 12.846 significou um avanço,

mas ainda assim um avanço tímido. Por uma impossibilidade prática – uma vez que variam de acordo com área de atuação, tamanho etc.- não se deve pretender que a legislação preveja nos pormenores de como devem ser os programas de integridade. Entretanto, poderia ser benéfico a criação de bases mais claras que fizessem com que as empresas tivessem que cumprir determinados requisitos, como fez a SOX.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.

3.1 Interseção entre Compliance e Governança corporativa

A Governança e o Compliance são dois conceitos que em muito se confundem, tendo inclusive ambas influências comuns como a SOX. "[...]é comum a percepção de que o *Compliance* seja um instrumento de governança. Afinal, a conformidade com as leis deve ser algo buscado de cima para baixo nas organizações." (LEGAL ETHCIS COMPLIANCE, 2019).

Como bem nos assegura Manzi (2008), o *Compliance* fortalece os controles internos, diminui os riscos para a reputação e de sanções ao estabelecer padrões éticos elevados, sem os quais não há possibilidade de governança. Essa é a maneira como o *Compliance* se liga à governança corporativa.

Conforme explicado acima, no momento em que os programas de *Compliance* trabalham para evitar a ocorrência de práticas ilegais e/ou antiéticas, impede a entrada de agentes envolvidos em crimes no mercado e aumenta a credibilidade da empresa, o que da sustentabilidade à mesma. A sustentabilidade é por si só algo essencial para a Governança uma vez que dela depende a própria existência e crescimento da companhia. A ética exigida e implementada pelo *Compliance* é, portanto, algo primordial para a governança corporativa.

Para Coimbra e Manzi (2010) o "bom governo" de uma empresa depende intrinsecamente de uma adequação a padrões éticos elevados. O autor sugere que o estabelecimento desse padrão ético, combinado com o cumprimento adequado das normas é fundamental para a equidade nas relações já que impõe limites aos executivos no que chama de

um sistema de *check and balances*, e a equidade é por sua vez um dos objetivos dos programas da governança.

O ponto central conforme mencionado pelo autor é como os mecanismos de *Compliance* coíbem a atuação indevida dos agentes da empresa. A utilização, por exemplo, de canais de denúncia anônimos pode impedir que tramas sejam feitas para burlar os mecanismos de Governança. Ao mesmo tempo, quando um código de ética é feito, ele regula a atuação tanto dos colaboradores quanto dos sócios e impede que danos à imagem e sanções causem prejuízos para a companhia, prejudicando assim todos os sócios. Nesse sentido, chegamos à conclusão de que "O *Compliance* defende os sócios minoritários de eventuais atos abusivos dos majoritários, por exigir a prestação de contas e transparência, bem como por favorecer o controle sobre os atos dos órgãos administrativos" (COIMBRA e MANZI, 2010).

Conforme explicado acima, o *Compliance* e a Governança Corporativa têm objetivos e características comuns. Embora tenham suas peculiaridades, pretendem proteger os acionistas, dando a eles poder. Ambos visam, por exemplo, dar transparência em prol dos minoritários. Entretanto, os objetivos para o qual isso é feito pode diferir pela natureza dos dois institutos.

De modo mais simplificado, podemos dizer que a governança corporativa consiste no bom "governo da organização. É claro que, para o governo de uma organização ser qualificado como "com" e transparente, deve estar de acordo com os melhores padrões éticos e em conformidade com normas internas e externas. Assim, é papel dos órgãos da governança velar pela integridade em todos os níveis da organização, sendo fundamental o seu envolvimento ativo no programa de *Compliance*. O *Compliance* deve ser encarado com um tema estratégico, cabendo ao conselho de administração acompanhar o programa, exercendo assim a sua função de controlar a ação dos executivos, assegurando ainda a *performance* ética da organização (COIMBRA e MANZI, 2010, p. 25).

O autor demonstra acima que ambos, *Compliance* e a Governança conversam para que um dê sustentação e melhore os resultados da implementação do outro. Dessa forma é possível notar como elas se completam e como que para o bom funcionamento de uma organização, ambos devem ser implementados de maneira eficiente.

Por meio do acima exposto, podemos observar que diante deste quadro, como a confusão terminológica feita entre os dois mecanismos também reflete na área da ação de ambos uma vez que podem trabalhar juntos. Apesar de também terem muitas diferenças e peculiaridades que as diferenciam. Entretanto, ambas têm por objetivo final garantir a lisura da empresa e impactar na credibilidade dela perante a sociedade e investidores.

3.1.2 Governança corporativa no ordenamento jurídico brasileiro

As Sociedades Anônimas são reguladas no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 6404/76. Junto com a sua criação, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, também com o objetivo de regular as atividades das sociedades. Apesar disso, segundo Mazzali e Ercolin (2018) é a primeira edição do Manual de Boas Práticas de Governança Corporativa em 1999 que dá aos administradores bases de atuação, embora não fosse um texto legal. Legalmente, temos poucos exemplos de dispositivos que apontem para a Governança na lei 6404/76, como o artigo 176 que trata das demonstrações contábeis e que sofreram mudanças recentes em 2007 e 2009 mas que ainda assim tem um nível de exigência menor para com as informações prestadas do que o mercado em si tem, e algumas alterações feitas nessa lei pela lei 10.303/2001.

As sociedades são mais pressionadas pelo mercado e pelos investidores a adotar práticas de boa governança corporativa do que propriamente obrigados por lei, uma vez que, há uma relação próxima entre o valor de mercado das ações da companhia e as práticas de boa governança por elas. (ÁLVARES, GIACOMETTI e GUSSO, 2008)

Podemos notar, conforme explicado acima, que há uma forte autorregulação do mercado dessa área em que não se depende tanto da fixação legal de parâmetros de Governança, mas que a prática determina os padrões. Se uma companhia vê o preço de outra disparar após a adoção de prática de Governança Corporativa, é natural que busque igualá-la ou superá-la para experimentar os mesmos resultados e isso gera uma certa competição para adoção de melhores práticas.

Outro fator que impactou as práticas no Brasil, segundo Rossetti e Andrade (2011) foi a SOX, que por ser aplicável a empresas estrangeiras com ações em bolsa americana fizeram com que as brasileiras tivessem que se adequar e a lei 10.303/2001 traz algumas melhorias nesse sentido. Dentre elas se encontram a redução no limite de emissão de ações preferenciais, a mudança nos direitos dos titulares de ações preferenciais (que não têm direito a voto), competências e convocação da Assembleia Geral de acionistas, reforma na composição, funcionamento e competência dos conselhos fiscal e de administração, modificações na eleição e na composição Diretoria Executiva, ampliação do escopo dos acordos de acionistas, criação do mecanismo *tag along* -que estabelece que os minoritários receberão no mínimo 80% do que foi pago aos controladores por suas ações em caso de alienação e estímulo à solução interna de controvérsias.

Conforme mencionado pelo autor, desde que nossas companhias passaram a listar suas ações na bolsa nos anos 90, fomos obrigados a nos adequar àquilo que é o padrão americano. Nesse sentido, não só a vontade de dos players internos do mercado brasileiro, mas a vontade e tentativa de internacionalização das empresas brasileiras causaram uma elevação da governança corporativa em nossas empresas uma vez que era exigência estrangeira.

Conforme explicado acima, podemos notar uma tendência de auto regulação do mercado exigindo daqueles que pretendem acessar a poupança popular um maior grau de governança a fim de passar para seus investidores segurança. Com isso, podem ser criados requisitos de entrada como as da *New York Stock Exchange*, ou ainda categorias diferentes para as companhias listadas como, por exemplo, os níveis da B³.

Exatamente em meio a estas mudanças em importantes estatutos legais do país, ocorreu nos Estados Unidos uma das mais amplas reações regulatórias aos escândalos e às mega fraudes corporativas que abalaram o mundo dos negócios no início do novo milênio: a Lei Sarbanes-Oxley, de 2002. Como as disposições dessa lei alcançam empresas estrangeiras com emissões de capital no mercado norte-americano, elas se somaram aos novos marcos legais aplicáveis do sistema empresarial do país. (ROSSETTI E ANDRADE, 2011, p. 430).

As mudanças a que se refere o autor são as reformas feitas na lei 6404/76 e no código civil no início do século que já foram citadas aqui, mas que significaram avanço tímido. Ao

invés disso, a necessidade de se adequar a regramentos das Bolsas de Valores estrangeiras, começando com a Bolsa de Nova York e posteriormente às outras, obrigou que companhias brasileiras adotassem um modelo de governança corporativa.

Podemos perceber, diante desse quadro que o ordenamento jurídico brasileiro não privilegia a Governança Corporativa tanto quanto deveria. Embora tenham ocorridos mudanças n sentido de privilegiar a minoria societária, com destaques ao *tag along* que procura mitigar riscos de golpes de maioritários em minoritários, mas mesmo assim é o mercado e não a legislação nacional que tem feito força para a adoção de gestões com governança corporativa. Ao mesmo tempo, entidades como a IBCG e a CVM também têm atuação apartadas da legislação dando parâmetros para as empresas.

3.3 Origem

A Governança Corporativa é ainda mais recente que o Compliance. Se o anterior tem seu início na década de 70, este só passa a existir a partir da década de 90. O termo "Corporate Governance" tem sua primeira aparição em 1991 em livro de Robert G. Monks mas o marco inicial da era da governança corporativa se dá em 1992, com a queda do então diretor-presidente da General Motors que reverberou e fez com que conselhos passassem a ser mais atuantes em outras grandes empresas (MANZI, 2008).

Como nos assegura Álvares, Giacometti e Gusso (2008) na década de 90 os investidores passaram a ser proativos e a pressionar para uma maior governança corporativa, somando a isso uma pressão midiática e a ameaça de litígio. Essa pressão não veio de pequenos investidores, mas dos chamados investidores institucionais que são aqueles que movimentam uma quantidade maciça de dinheiro. Esses investidores, que muitas vezes são minoritários em várias companhias ao mesmo também decidiram que era o momento de ter também voz ativa.

Conforme explicado acima, a pressão para que fossem dados mais poderes a minoritários emanou não de pequenos investidores físicos que comprem algumas ações de empresas. Vieram na verdade dos chamados investidores com escopo e tamanho suficientes

para ter uma relevância de peso no mercado. Esse grupo é formado por pessoas jurídicas que geralmente são seguradoras, empresas de investimentos, instituições bancárias, fundos de pensão entre outros. São os mais importantes investidores do mercado e que certamente são desejados pelas empresas de capital aberto pela quantidade de dinheiro que movimentam. Esses investidores costumam ter carteiras de investimentos variados e por conta disso muitas vezes são minoritários. É compreensível que tenham decidido ter mais voz e mais compreensível ainda que a pressão deles nesse sentido tenha dado resultado.

De acordo com Rossetti e Andrade (2011), são 3 os principais motivos para a ascensão da Governança Corporativa. (i) Mudança no relacionamento entre acionistas e corporações; (ii) constituição de conselhos de administração; (iii) atuação da direção executiva. O autor demonstra que movimentos como a sucessão de fundadores, abertura de capital e a maior pulverização dos investimentos das carteiras de investidores, levaram a mudanças nas relações sociais. Começou ocorrer falhas de comunicação, grande dificuldade dos minoritários em ter participação efetiva e muitas vezes expropriação dos grupos que não detinham o controle por parte daqueles que o detinham e acesso privilegiado de informação por parte de alguns acionistas. Os conselhos de administração por sua vez atuavam como meros chanceladores do que propunham os gestores, muitas vezes aprovando coisas que beneficiavam apenas esses gestores e negligenciando os interesses dos acionistas. Muitas vezes esses conselhos não tinham sequer mecanismos para a retirada desses conselheiros e o mérito e a competência eram elementos de pouca ou nenhuma importância para a composição desse órgão. Havia também grande descontentamento com a atuação da direção executiva por conta da recorrência dos conflitos de agência. Ocorriam também, com certa frequência, manipulações contábeis que resultavam em resultados forjados.

Conforme mencionado pelo autor, temos então de um lado os investidores institucionais com todo seu poder financeiro e apelo para com as companhias e do outro, gestores que contavam com a complacência do conselho de administração para conseguir vantagens pessoais em detrimento dos sócios. Os dois naturalmente entrariam em rota de colisão e dessa colisão nasce a Governança Corporativa. "A Governança Corporativa desenvolveu-se como reação aos

oportunismos proporcionados pelo afastamento dos proprietários passivos" (ROSSETTI e ANDRADE, 2011, p. 104).

Esse conflito fez com que fossem criados mecanismos que servem ao mesmo tempo para evitar e resolver conflitos entre sócios e gestores e entre sócios majoritários e minoritários. Se haviam acesso privilegiado a informações, buscou-se, por exemplo, mais transparência. Para acabar com a irremovibilidade dos conselheiros, buscou-se então que acionistas pudessem indicar conselheiros independentes com mandatos definidos.

Derivadas do impacto desses fatores, a assimilação e a prática de boas práticas de governança corporativa tornaram-se um dos movimentos mais importantes do sistema capitalista, do mundo corporativo e da ciência da administração nessa última virada de século, em todos os países de todos os continentes - das potências econômicas estabelecidas aos dinâmicos emergentes (ROSSETTI E ANDRADE, 2011, p. 104).

Uma vez que se iniciou a era da governança corporativa, não houve mais volta. Os acionistas foram exigindo e as empresas se modernizando nesse sentido para atender as demandas do mercado de ações. Conforme o autor demonstra, passaram a ser importante em todo tipo de economia. Seja por meio de lei, do estatuto social ou ainda - como veremos adiante - pela exigência das bolsas de valores, as companhias têm se tornado mais transparentes.

O próprio conceito das Companhias Abertas necessita que eles convençam terceiros a colocar seu dinheiro nela. Para isso, é imprescindível que aqueles que têm esse dinheiro tenham vantagens, geralmente monetárias. Em algum momento, investidores grandes e pesados, com enorme apelo, perceberam que estavam tendo prejuízos ou ganhos menores do que poderiam por conta da atuação do conselho, de gestores e/ou diretores, isso fez com que exigissem maior transparência e participação na companhia. Conseguiram paulatinamente até que em 1992, a derrubada de Robert Stempel da General Motors inaugurou a "era da Governança Corporativa", mudando para sempre a relação entre investidores e companhia.

3.4 Conceito de governança corporativa

Governança corporativa é uma maneira de a companhia ser gerida que dá aos investidores transparência e participação nos atos da empresa. Uma empresa pode ter uma gestão com mais ou menos governança corporativa. Para Manzi (2008) "A Governança

Corporativa nasceu e evoluiu da equidade, transparência e responsabilidade pelos resultados - sustentabilidade.". Sendo assim, se trata de mecanismo de inclusão, que dá aos sócios minoritários mais deveres e direitos.

Como define Leal e Silva (2007), a Governança Corporativa são mecanismos e princípios dentro de uma empresa que visam mitigar a ocorrência dos chamados Conflitos de agência. Em síntese, o Conflito de agência se dá quando aquele que detém o controle age em seu interesse próprio em prejuízo dos demais sócios.

Conforme explicado acima, a Governança Corporativa pretende diminuir a ocorrência de conflitos entre controladores e minoritários por meio de mecanismos internos e externos que obriguem transparência e prestação de contas para garantir ao minoritário alguma segurança. A ideia central é de que a empresa pertence não só ao bloco de controle, mas aos acionistas como um todo. A ideia é tentar evitar ao máximo que o bloco de controle indique administradores que ao invés de atuar para maximizar o valor das ações, atue em favor apenas do bloco de controle.

Conforme explica Jensen (2001), a Governança é uma estrutura que concede ao minoritário, poderes como os de decisão do Conselho de Administração, bem como processos para modificá-lo tanto em tamanho quanto em composição além de compensação e posse de dos gestores e conselheiros. O autor demonstra como esses mecanismos empoderam o minoritário, concedendo a ele participação efetiva no mais alto órgão decisório da Companhia.

Sendo assim, o minoritário tem mais voz e pode se fazer ouvir diante do bloco de controle. Conforme mencionado pelo autor, os conflitos de agência passam a ser mitigados uma vez que o não será apenas um grupo que - por ter a maior parte das ações - tomará as decisões como bem entender, sem se atentar para os interesses da companhia como um todo. Pode-se dizer que "Governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de

recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. (Shleifer e Vishny 1997, p. 737)

Conforme explicado acima, se trata de mecanismo que garante àqueles vulneráveis na relação social maior segurança. Investidores passam a confiar mais em deixar seu dinheiro com a empresa. Isso gera uma melhora tanto para a empresa em si, mas também para o ambiente de negócio do país. O investidor pode finalmente se ver como verdadeiro coproprietário da companhia e não somente parte integrante do capital social que tem papel passivo na tomada de decisões da companhia, sem força diante da maioria das ações concentradas no bloco de controle.

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability). Posteriormente, o conceito foi atualizado. Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade. (IBGC, 2006, p. 37).

O autor demonstra que a Governança garante ao sócio poder dentro da empresa. É também instrumentos de equidade, transparência e responsabilidade pelos resultados, conferindo não só direitos, mas também responsabilidades para esses sócios. Dá também o objetivo de se ter Governança Corporativa em uma companhia. Se a ideia de uma Sociedade Anônima é ter a possibilidade de acessar financiamento com a sociedade, sem precisar recorrer a bancos, quanto mais transparência e equidade passada para os agentes da sociedade que têm o potencial para ser investidores, mais inclinado ele estará a investir naquela empresa. Se há uma demanda alta pelas ações daquela empresa logo elas tendem a subir.

Logo, podemos definir a Governança Corporativa como mecanismos internos e externos que garantem aos sócio proprietários não integrantes do bloco de controle equidade, transparência e responsabilidade para com a Companhia, resguardando os direitos dos minoritários e melhorando a confiança para o direcionamento da poupança popular para a

empresa, refletindo no aumento do preço das ações. Visa dar segurança e participação nas decisões da sociedade.

3.5 OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

Sendo o grande motor da implementação de mecanismos de Governança Corporativa, os Conflitos de Agência podem ser comuns em companhias e em empresas em geral. Por isso, passaremos sobre no que exatamente consiste o Conflito de Agência. Esses conflitos então ocorrem quando há um desacordo entre os interesses da administração e dos acionistas da empresa. Isso pode levar a prejuízos para aqueles que não detém o poder de controle dos atos praticados (Nassiff & de Souza, 2013).

Sendo assim, ele nasce quando há entre o titular da propriedade e da gestão da empresa, como asseguram Souza & Borinelli (2012), quando há essa separação, o proprietário - denominado de Principal - concede ao gestor - denominado de Agente - o poder para decidir sobre os rumos da empresa. Entretanto, muitas vezes os interesses de um conflitam com o outro. E uma vez que há uma dificuldade para que o Principal acompanhe os atos do Agente, busca-se equilibrar isso.

É interessante, aliás, lembrar que companhias abertas podem ter uma difusão de acionistas enorme, em que boa parte deles ficará fora do bloco de controle e com isso terá seu poder decisório diminuído conforme explicado acima. É improvável que as ações dos controladores satisfaçam as expectativas de 100% dos acionistas todo o tempo, afinal toda decisão implica em riscos, em perdas ou ganhos não só no aspecto financeiro imediato como para a imagem e retorno em investimentos de médio-longo prazo.

Conforme Nassif & Souza (2013), há diferenças de "polos" nos conflitos de agência dependendo do perfil dos investimentos realizados em cada tipo de economia, por exemplo, enquanto nos Estados Unidos é mais comum a esses conflitos serem entre acionistas e executivos, no Brasil o autor relata que os conflitos tendem a ser entre acionistas minoritários e majoritários. O autor elenca também algumas situações em que são comuns os conflitos de

agência: mudanças no bloco controlador; fechamento de capital; disputa entre acionistas; desrespeito a minoritários; e transações duvidosas.

Segundo Carvalho da Silva (2002) *Apud* Nassiff & Souza (2013), o Brasil passava então por um período de transição entre uma economia de companhias mais familiares e concentradas para uma maior dispersão acionária. Isso por sua vez gerou mais conflitos e criou a necessidade de mais medidas para evitar e resolver esses conflitos. Vale ressaltar que o livro citado por Nassiff & Souza data de 2002, próximo de alguns acontecimentos importantes nesse sentido como a criação do Novo Mercado em 2000 e a Resolução 3198/2004 do Conselho Monetário Nacional que estabelece normas para auditoria interna.

Oliveira (2005) *apud* Nassiff & Souza (2013) elenca alguns conflitos bem comuns em gestões “auto beneficiamento e gestão focada no curto prazo: estratégias defensivas, diretrizes impactantes não condensadas, manipulação de resultados”. Abdicar de tomar riscos calculados para evitar demissões, permanecendo com resultados medíocres quando poderiam ter dado à Companhia e seus acionistas um resultado melhor é um exemplo de autopreservação em detrimento dos interesses dos acionistas segundo Oliveira (2005) *apud* Nassiff & Souza (2013).

É interessante notar como ao mesmo tempo que a gestão irresponsável é um problema, o excesso de cautela também pode se mostrar como um problema uma vez que o administrador tome a decisão não pautada no melhor interesse da Companhia, mas no seu próprio. Também não se espera que o administrador assuma riscos exorbitantes, mas que não abdique de riscos controlados.

Podemos ver então um exemplo de conflito de agência que não necessariamente configura qualquer desvio legal, mas uma negligência para com o interesse da Companhia. É importante então que, além de controle por parte dos acionistas, consiga-se convergir os interesses de administradores e da Companhia.

4 O PAPEL DA B³ NA CONSTRUÇÃO DE NOVOS PARADIGMAS EM MATÉRIA DE PROGRAMAS DE INTEGRIDADE

4.1 De bolsa livre de São Paulo a B³

Hoje conhecida como B³, a bolsa de valores brasileira passou por muitas mudanças até chegar no modelo que hoje conhecemos, tendo passado por vários nomes e diversas transformações. O final do século XIX trouxe ao Brasil algumas mudanças que marcariam a nossa história para sempre, sendo a principal delas a proclamação da república, mas no mesmo período histórico tivemos a criação da Bolsa Livre. Em 23 de Agosto de 1890, em São Paulo, Emílio Rangel Pestana criava a primeira Bolsa de Valores do Brasil.

Emílio era um comerciante que oferecia em seu escritório alguns serviços inéditos à época no Brasil como a Compra e venda de títulos e intermediação em operações bancárias. Com o sucesso de seu negócio, criou um Centro Coordenador para Operações Imobiliárias que tinha também como objetivo orientar os investidores. Também comprava e vendia títulos em pregão, tanto de companhias quanto de bancos. "Surgiu, assim, a chamada Bolsa Livre de São Paulo, a primeira independente no país e única a funcionar fora da Capital Federal" (FGV,2019)

A Bolsa Livre teve vida curta, tendo sido afetada pela política de encilhamento do Governo Provisório de Deodoro da Fonseca e foi fechada um ano depois, em 1891. Permaneceu fechada por 4 anos até que ressurgiu em 1895 com o nome de Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Permaneceu com esse nome até 1934 quando mudou novamente para Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, um ano depois de mudar sua sede (BRASIL ECONÔMICO,2016).

De acordo com Zancopé (1988, p. 14) "Só a partir da década de 1960, nos embalos das reformas do mercado financeiro nacional, é que a Bolsa de Valores de São Paulo assumiu um caráter corporativo e institucionalista, constituindo-se como pessoa jurídica de direito privado na modalidade de associação civil de corretoras". Foi no meio da década 60 que a Bolsa deixa de ter vinculação com a secretaria de finanças do estado e passa a ser um ente privado,

adquirindo assim autonomia técnica, administrativa, financeira e patrimonial e mudando novamente de nome para Bolsa de Valores de São Paulo.

Em 2007, a Bolsa de Valores de São Paulo passou por uma transformação em sua organização societária, se tornando uma S.A e não mais uma Organização Sem Fins Lucrativos. No ano seguinte, foi anunciada a fusão com a BM&F, formando a então terceira maior Bolsa de Valores do Mundo, chamada BM&FBovespa.

Por fim, em 2017, a BM&FBovespa passa por sua última fusão, dessa vez com a CETIP, e passa a se chamar B³.

Segundo nos informa matéria da InfoMoney (2005) "Em 2000, com a integração das bolsas brasileiras, a Bovespa passou a concentrar toda a negociação com ações, enquanto a Bolsa de Valores do Rio ficou responsável pelas transações com títulos públicos." . Essa mudança, que foi finalizada na verdade no início de 2001, tornou a então Bolsa de Valores de São Paulo na principal Bolsa do país, uma vez que integrou as bolsas de Minas-Espírito Santo-Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia-Sergipe-Alagoas, de Pernambuco, da Paraíba, do Paraná e a Bolsa Regional, além da já citada Bolsa do Rio.

O passo seguinte neste processo de integração dos mercados de bolsa no Brasil foi dado no ano de 2007, com os processos de “desmutualização” da Bovespa e, em seguida, da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), então a maior bolsa de mercadorias e de futuros da América Latina e a 5ª maior bolsa de futuros do mundo, em volume de contratos negociados . Com a desmutualização, o capital da companhia se torna disponível para negociação, a partir da desvinculação – desmútuos – dos direitos patrimoniais dos antigos associados, as sociedades corretoras, dos direitos de acesso, convertendo-os em participações acionárias. Em 28 de agosto de 2007, a Bovespa deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos, em que seu capital era constituído por títulos patrimoniais, e se tornou uma sociedade por ações: a BOVESPA Holding S.A. (LEITE, 2011, p. 40).

De acordo com a Pires (2011), o Mercado de Bolsa brasileiro nasce em um cenário de instabilidade e mudanças constantes, começando como um lugar que se negociava basicamente todo tipo de produto. Podemos observar a quantidade de mudanças que a hoje B³ passou durante toda sua existência:

- 23 de agosto de 1890 - É fundada a Bolsa Livre por Emílio Rangel Pestana;

- 1891 - A política do Encilhamento gera o fechamento da Bolsa Livre;
- 1895 - Volta a abrir agora sob o nome de Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo;
- 1934 - A Bolsa cresce de tamanho e tem sua sede mudada para o Palácio do Café em São Paulo;
- 1935 - Nova mudança de nome, agora passando a ser chamada de Bolsa Oficial de Valores de São Paulo;
- 1966 - A resolução Nº 39 do Banco Central modifica a natureza jurídica das Bolsas de Valores, tornando-as entidades civis sem fins lucrativos com autonomia patrimonial, financeira e administrativa e as tirando da administração pública;
- 1967 - Nova mudança de nome, de Bolsa Oficial de Valores de São Paulo para a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- Fim da década de 60 e década de 70 - O mercado passa por uma reorganização, com a fusão de várias Bolsas e a perda de importância da Bolsa do Rio de Janeiro para a de São Paulo por uma reconfiguração da importância dos estados no mercado financeiro;
- Início da década de 80 - Passam a existir apenas 9 Bolsas espalhadas pelo Brasil em decorrência das fusões;
- 1996 - BOVESPA já reunia 84% dos negócios realizados em Bolsa no Brasil segundo dados da CVM;
- 2001 - Finalização do acordo que reuniu todas as 9 bolsas existentes na BOVESPA dando a ela a exclusividade na negociação de títulos públicos;
- 2007 - Processo de "desmutualização" da BOVESPA e da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros). Com isso, a BOVESPA deixa de ser uma instituição sem fins lucrativos para se tornar a BOVESPA Holding S.A, que teve sua primeira IPO em 26 de outubro de 2007;
- 2008 - A BOVESPA Holding S.A e a Nova Bolsa S.A (Denominação social da BM&F) sofrem uma reorganização integrando as duas empresas e passando a ter a denominação BM&F BOVESPA S.A - Bolsa de Valores, Mercados e Futuros, então a terceira maior Bolsa do Mundo e a segunda maior das Américas em valor de mercado.
- 2017 - É finalizada a fusão entre a BOVESPA e a então Central de Custódia e Liquidação Financeira de títulos (CETIP), se tornando então B³.

E foi assim que, de maneira resumida, chegamos à configuração que temos hoje.

Dessa forma podemos ver todo o caminho da rústica Bolsa Livre de São Paulo, passando por diversas mudanças até ter tamanha importância no cenário da economia brasileira e até

mesmo na economia mundial. Hoje, a IBOVESPA é um índice fundamental para se auferir a temperatura do mercado brasileiro, sendo sempre destaque em noticiários.

4.2 A BSM

A B3 enquanto órgão autorregulador precisa, além de ter um estatuto que regulamente, ter uma forma de punir os agentes que descumprem esse regulamento. Isso faz parte a razão de existir da sociedade que é a de regular a compra e venda de ações no mercado de capital interno e o faz por meio de diversos diplomas como ofícios e regulamentos (PINHEIRO, ALVES, 2017).

E é com o objetivo de promover justamente essa fiscalização que a B3 tem em seu grupo a BSM. A associação civil tem como objetivo a fiscalização tanto a do grupo quanto dos participantes listados nela a fim de garantir a lisura dos investimentos, dando confiabilidade aos negócios. (CVM, 2019).

Conforme explicado acima, a B³ é um grupo da qual participam oito sociedades, sendo algumas delas empresárias como o caso do Banco B³ enquanto outras são associações de caráter civil como é o caso da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM). Esta tem por objetivo atuar como fiscalizadora do mercado conforme exige a Instrução CVM 461/07 em seu artigo 9º:

Art. 9º Os 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.

§1º Os requisitos estabelecidos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários poderão ser cumpridos, total ou parcialmente, através de pessoas jurídicas por ela controladas, ou por sua controladora (...).

Segundo a CVM (2007), as chamadas Entidades Administradoras deverão estabelecer as regras nos mercados administrados por elas, no mínimo, a respeito de: Condições e procedimentos para admissão e permanência como operador; procedimento de admissão,

suspensão e exclusão como operador; definir classes direitos e responsabilidades de operadores; definir as operações permitidas e a estrutura de fiscalização dos negócios; condições de admissão, permanência, suspensão e cancelamento de autorização para negociação de valores mobiliários ofertados; criação e funcionamento de departamento de autorregulação. Vale ressaltar que o rol é exemplificativo, não obstante que as entidades tenham um maior grau de regulamentação.

É nisso que se baseia o Regulamento Processual da BSM, que esquematiza o processo de sanção administrativa das empresas listadas na B³. Conforme a supracitada resolução, poder-se-ia contratar alguém especificamente para fazer este trabalho, mas a B³ optou por estabelecer uma entidade de sociedade civil para esta função que é a de aplicar e fiscalizar as normas feitas pela própria B³. Dessa forma, não é a BSM quem decide as penalidades aplicáveis aos infratores, mas apenas processa e julga.

4.3 O NOVO MERCADO

4.3.1 EM QUE CONSISTE O NOVO MERCADO

O novo mercado é um dos principais mecanismos da B³ para o incentivo de mecanismos de *Compliance* e Governança Corporativa. Por isso devemos entender melhor no que consiste isso e como se atinge o proposto. Procianny e Vardi (2009) definem o Novo Mercado lançado em 2000, assim como os níveis abaixo dele, como segmentos especiais de mercado que objetivam gerar um ambiente de negociação que aumente o interesse de investidores nas companhias e a valorização das mesmas.

Como nos assegura Ribeiro Neto & Famá (2001), à época do lançamento dos segmentos do novo mercado, a quantidade de companhias listadas em bolsa tinham queda vertiginosa, que não correspondia a conjuntura de mercado, motivado dentro outros motivos por defasagem da Lei 6404/76, os custos atrelados à manutenção de uma S.A, juros alto e falta de cultura de mercado no país. É isso que gera a necessidade de se criar incentivos para melhorar o ambiente de investimentos no Brasil. Dessa forma, baseado no *Neuer Market* alemão lançado em 1997, a BOVESPA lança em 2000 os níveis 1, 2 e Novo Mercado de listagem.

Conforme explicado acima, a ideia é mudar o cenário de descrédito para com os investimentos e aumentar a segurança para o investidor ao mesmo tempo que valoriza as empresas. A ideia é escalonar as empresas em diferentes patamares de acordo com o grau de governança corporativa, incentivando que elas invistam nisso dando maior participação a seus acionistas e tendendo a atrair mais investimentos. A ideia é que com isso as companhias se valorizem e tenham acesso mais fácil a financiamento via mercado.

Segundo o matéria da Infomoney (2005), os níveis 1 e 2 são chamados de "níveis diferenciados de Governança corporativa" e serve para preparar o terreno nas empresas para que ao fim elas cheguem ao novo mercado. As companhias vão atingindo gradativamente os requisitos e subindo para os níveis I e II ao mesmo tempo que já experimentam ter um status diferenciado e perceber os benefícios que isso pode trazer. No nível I é necessário que a companhia mantenha ações em circulação que equivalham a pelo menos 25% de seu capital social e que faça melhorias na transparência de suas informações trimestrais. Além disso há a necessidade de divulgação de informações sobre determinados contratos, de acordos de acionista, programas de *Stock Option* e de um calendário anual de eventos corporativos.

No Nível II, além dos anteriores também tem como requisitos mandato unificado de um ano para todo conselho de administração, divulgação de balanço anual seguindo padrões internacionais e a extensão para detentores de ações ordinárias das mesmas condições de compra de ações que as experimentadas pelos acionistas controladores e de pelo menos 70% para os detentores de ações preferenciais. Também exige que acionistas preferenciais possam ter voto em determinados assuntos, adesão à câmara de arbitragem e se obrigar a fazer oferta de compra de ações quando do fechamento do capital da Companhia.

Por fim, chegamos ao Novo Mercado com exigências como a emissão exclusiva de ações ordinárias, conselho de administração com mínimo de 5 integrantes, demonstração do fluxo de caixa e divulgação de informações sobre negociações envolvendo ativos e derivativos

da empresa feita por acionistas controladores ou administradores da companhia. Além de atender todos os requisitos já mencionados dos níveis I e II.

Fica demonstrado dessa forma que as normas estabelecidas visam aumentar a confiança tanto por meio da transparência - com as necessidades de prestação de informações- quanto garantindo maior participação nas decisões tomadas pela companhia - dando poder de voto a detentores de ações preferenciais - e ainda procurando evitar que conselheiros tenham mandatos que se prolongue demais, incentivando que anualmente possam ser trocados ou reconduzidos às suas posições. De acordo com Ribeiro Neto & Famá (2002, p. 36) "Com a instituição do princípio de 'one share, one vote' e das câmaras de arbitragem, dois grandes problemas serão resolvidos." se referem os autores a mais uma melhoria que é a de diminuir a duração de conflitos entre os acionistas evitando o sistema judicial e aderindo às câmaras de arbitragem que tendem a ser mais rápidas.

No momento da criação da presente dissertação o Novo Mercado conta com 131 empresas listadas dos mais variados ramos, que fazem parte do nosso dia a dia. Dentre elas se encontram, por exemplo, companhias como a gigante do ramo de educação superior Estácio Participações S.A, a mineradora Vale S.A e a Natura &CO Holding S.A além de várias outras empresas grandes. Isso demonstra como vem se tornando gradativamente algo com relevância. A mais antiga Companhia listada é a CCR S.A que aderiu em 01/02/2002 e a mais nova integrante a essa altura do segmento é a CEA Modas que aderiu em 28/10/2019.

Todas essas empresas apostam que verão em suas ações os resultados citados por (FAMÁ & RIBEIRO NETO, 2002, p. 30) *apud* CARVALHO (2000):

A oferta de papéis com qualidade atrairá grandes investidores estrangeiros e institucionais. Por outro lado, a rigidez das regras de listagem, exigindo transparência total por parte da empresa, calcadas nas melhores práticas de governança corporativa atrairá os pequenos e médios investidores.

O autor alega que há potencial para atração de investidores de todo tipo. Desde os maiores e vultuosos, muitas vezes internacionais quanto menores, aumentando a quantidade daqueles que investem para ter uma reserva no futuro ou uma renda extra.

Por fim, chegamos finalmente no que consiste o Novo Mercado. É um segmento diferenciado de listagem, feito pela então BOVESPA - hoje B3 - que visa incentivar a implementação de governança corporativa, por meio exigências para que as companhias ser listadas nesse segmento e com isso referendá-las como tendo um bom nível de Governança dando aos investidores garantias quanto a isso e redundando em uma valorização das empresas listadas no segmento.

4.3.2 O novo mercado sobre Compliance

O *Compliance* é a base da razão de existir do Novo Mercado. Nas palavras de Pinheiro & Assumpção (2017) "O Novo Mercado busca incentivar a adoção de boas práticas de governança através da imposição da obrigatoriedade do cumprimento de determinadas regras às sociedades que desejam participar dos níveis diferenciados do mercado acionário brasileiro, que é dividido em níveis". Percebe-se assim a tentativa da B3, ainda quando era BOVESPA em estimular que as companhias brasileiras se atentem para o instituto do *Compliance*.

Para a efetividade desse incentivo, é necessário que as companhias tenham benefício que vá além de um título, sendo ideal que reflita em seus resultados. A ideia é que conforme se adequem mais aos requisitos, melhor seja sua colocação entre os vários níveis e isso influencie no valor que será dado às ações da Companhia. (PINHEIRO & ASSUMPÇÃO, 2017).

Fazer parte do Novo Mercado por si só não garante nenhum tipo de vantagem monetária automática, não atoa existem aquelas que optam por não entrar, ou até mesmo casos de companhias que uma vez nele, optaram por se retirar alegando que os custos são maiores que os benefícios de participar do Novo Mercado. A vantagem, conforme explicado acima, deverá ser observada na valorização que as companhias receberão por estarem no Novo Mercado, o que deve ser observado por elas no tocante ao individual mas que é benéfico para a própria B3

que divulgue números que demonstrem que no geral as empresas listadas no Novo Mercado experimentam resultados melhores por fazê-lo.

Conforme Clayton (2013), apesar de haver muito o que melhorar, já podemos notar que as exigências que vêm não somente, mas também da B3 têm gerado uma busca na melhora dos níveis de *Compliance*. A autora relata que a cultura do *Compliance* vem sendo difundida no Brasil por uma série de fatores e dentre eles a pressão de variados entes da sociedade fazem em favor disso.

Se por um lado temos uma variedade entes da sociedade civil pressionando em direção à aplicação das melhores práticas de *Compliance* conforme mencionando pela autora, podemos imaginar que isso tende a se refletir em benefícios no mercado. A tendência é que esses entes que cobram a aplicação das melhores práticas de *Compliance* valorizem-nas mais uma vez que têm o título de participar do Novo Mercado. Nas palavras de mona "Como algumas dessas empresas dependem do mercado de capitais e de organismos de desenvolvimento para obter recursos necessários à ampliação dos negócios, eles estão incorporando boas práticas de governança corporativa alinhadas aos requisitos da Bolsa de Valores (...)"(Clayton,2013, p.153).

Mas nem só de benefícios se cria incentivos. Também é de grande importância que aconteçam punição proporcional para aqueles que uma vez dentro não cumpram os requisitos estabelecidos para listagem no segmento. No caso da B3, as punições ficam a cargo da BSM, que segundo a B3 é uma Organização sem Fins Lucrativos que faz parte do grupo B3, mas que não compõe a estrutura organizacional da B3 S/A. As sanções aplicadas podem ter como alvo tanto as companhias quanto os sócios controladores e administradores podendo ter valor líquido ou ainda porcentagem do valor das ações.

Nota-se, portanto, que a B3, em conjunto com a CVM, atua como verdadeiro órgão promotor do *Compliance* no Brasil. Ao impor regramentos na listagem e agir como garantidor de seu cumprimento, por meio de coerção, a B3 acaba por exigir que as sociedades que queiram comerciar valores no mercado de capitais adotem um

programa de integridade sério, que conduza à valorização de suas ações. Desse modo, ao editar essas exigências, a B3 também acaba por auxiliar na delimitação dos contornos de um Compliance efetivo, protegendo não só os interesses privados da sociedade e seus integrantes, mas igualmente o interesse público de combate a fraudes. (PINHEIRO & ASSUMPÇÃO, 2017, p. 57).

O autor demonstra na citação acima que a B3 funciona como motor de conceituação de programas de *Compliance* efetivos, atuando em duas frentes distintas. De um lado, delimita parâmetros para que as companhias possam listar suas ações para compra em segmentos específicos da Bolsa e de outro estabelecendo punições que vão além da saída desse segmento, podendo gerar prejuízos financeiros tanto para a pessoa jurídica quanto para pessoas físicas. Segundo os autores, isso vem tendo papel fundamental na fundamentação do *Compliance* no Brasil.

Podemos concluir então que com a ainda incipiente legislação acerca dos mecanismos de *Compliance* que não estabelece incentivos nem obrigações suficientemente relevantes para criar uma cultura de integridade no Brasil, esse papel acaba sendo desempenhado por outros entes, que não necessariamente fazem parte da administração pública. A B3, pela relevância que conquistou dentro do mercado brasileiro, é um dos principais nomes a guiar as empresas em prol disso, mesmo sendo uma Sociedade Anônima.

4.3.3 O que diz o regulamento

Observemos agora o que diz o regulamento do Novo Mercado à respeito dos mecanismos de *Compliance*. O regulamento tem como objetivo uniformizar a maneira de atuar das empresas que desejam ser listadas no Novo Mercado e pode ser encontrado online no site da B3. A primeira menção se dá no Artigo 24 do Regulamento do Novo Mercado da B3 (2017) "Art. 24 A companhia deve implantar funções de Compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais". Aqui temos a exigência de se estabelecer mecanismos de *Compliance*, mas sem uma descrição de quais seriam elas.

Mais abaixo, no artigo 31, encontramos uma descrição mais completa do que a B³ espera das empresas em termos de *Compliance* (2017,) "Art. 31 A companhia deve elaborar e divulgar código de conduta aprovado pelo conselho de administração e aplicável a todos os empregados e administradores que contemple, no mínimo(...)" Aqui temos o *Compliance* sendo citado em sua forma material, com um elemento próprio dos programas de integridade, sendo citado como exigência, o código de conduta.

Embora possamos encontrar pelo regulamento alguns dispositivos a respeito de *Compliance* é neste artigo que o *Compliance* deixa de ser apenas a ideia do artigo 24 e toma forma, temos a exigência do código de conduta presente no caput conforme explicado acima, mas vamos além. Os incisos do artigo também listam uma série de outros mecanismos necessários que veremos a seguir, tais como treinamentos específicos e canais de denúncias.

Dispõem os 5 primeiros incisos do supracitado artigo (2007, p. 20):

I- os princípios e os valores da companhia; II- as 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; III- os deveres em relação à sociedade civil, como responsabilidade socioambiental, respeito aos direitos humanos, e às relações de trabalho; IV- o canal que possibilite o recebimento de denúncias internas e externas, relativas ao descumprimento do código, de políticas, legislação e regulamentação aplicáveis à companhia; V- a identificação do órgão ou da área responsável pela apuração de denúncias, bem como a garantia de que a elas será conferido anonimato

Podemos identificar no trecho acima que além da exigência do código de ética, também se estabelece a necessidade de princípios e valores da companhia que por sua vez têm relação direta com o código de ética e como já citado anteriormente, são objetivos que se utilizam do *Compliance* para serem cumpridos. Ao mesmo tempo, cita nominalmente o *Compliance* com a exigência de regras objetivas sobre o mesmo, destacando o trato com informações sigilosas e combate à corrupção, ambos que também guardam estrita relação com os programas de integridade. O enfoque dado aos deveres perante à sociedade demonstra a faceta social que o *Compliance* tem, ultrapassando a mera questão legal falado no anterior e dando fazendo com que a companhia estabeleça modos de atuar perante à sociedade. E nos seguintes fala sobre canal de denúncias bem como a garantia de anonimato a essas denúncias e mecanismos de averiguação dessas denúncias.

Para completar temos mais 3 incisos (2007, p. 21):

VI- os mecanismos de proteção que impeçam retaliação à pessoa que relate ocorrência potencialmente violadora do disposto no código, em políticas, legislação e regulamentação aplicáveis à companhia; VII- as sanções aplicáveis; VIII- a previsão de treinamentos periódicos aos empregados sobre a necessidade de cumprimento do disposto no código; e IX- as instâncias internas responsáveis pela aplicação do código.

No trecho acima então podemos identificar a exigência de garantias àqueles que denunciem possíveis infrações, a necessidade de previsão de sanções para os infratores, treinamento específico sobre o código de conduta para os colaboradores e a indicação dos órgãos internos que aplicarão o código.

Para fechar, o parágrafo único ainda possibilita -o que pode soar como uma recomendação- que o código de ética abranja também fornecedores, prestadores de serviços e outros terceiros. Uma vez feito isso, cria-se uma cultura de *due diligence* ao passo que a companhia que abriga comportamento de terceiros em seu código deverá checar o cumprimento das condutas periodicamente.

Dessa forma, podemos notar como a criação do Novo Mercado serve como importante mecanismo de incentivo ao *Compliance* ao passo que cria exigências para que as companhias interessadas cumpriram antes de poderem aproveitar de seus benefícios.

4.3.4 As sanções

Em caso de descumprimento dos artigos apresentados acima, faz-se necessária a aplicação de sanções que também se encontram previstas no regulamento do Novo Mercado da B³ a partir de seu artigo 49. Uma vez constatada alguma infração, a B³ deve notificar especificando o ocorrido ao responsável, informando a abertura do processo e dando prazo de ao menos 15 dias a partir do envio da notificação, para apresentação de defesa nos moldes dados na notificação. (B³,2017).

Vale ressaltar que o responsável a ser notificado é aquele que segundo o artigo 48 do regulamento (2017) tenha dado causa ao descumprimento das normas sejam elas legais, regulamentares ou ainda presentes no Estatuto Social da sociedade. Em caso de decisão colegiada, todos serão solidariamente considerados responsáveis excetuando aquele que tenha manifestado discordância com relação àquela matéria.

De acordo com o regulamento do Novo Mercado de B³ (2017), se necessário, podem ser solicitadas explicações complementares após o fim do prazo para a defesa. Após isso a defesa será analisada e decidida pela Diretoria de Regulação de Emissões da B³, exceto a mais gravosas das sanções que é a de exclusão compulsória, que por sua vez será decidida pela B³.

Conforme explicado acima, o procedimento deve seguir parâmetros que por sua vez devem respeitar alguns princípios que se assemelham aos presentes em processos judiciais como o de ampla defesa. Dessa forma, o processo presente no regulamento é revestido de legitimidade para aplicar sanções que podem variar de gênero e em grau e que também se encontram presentes no regulamento.

Conforme diz o Regulamento da B³ em seu artigo 55 (2017), são 6 os tipos de sanções aplicáveis. Sendo a mais branda a de advertência por escrito, passando por multa que podem ser no valor entre R\$1.037,00 (mil e trinta e sete reais) e R\$ 207.500,00 (duzentos e sete mil e quinhentos reais) caso o descumprimento seja referente ao disposto no artigo 31 sobre Compliance. Ou ainda no valor de R\$5.187,00 (cinco mil, cento e oitenta e sete reais) a R\$311.250,00 (trezentos e onze mil, duzentos e cinquenta reais) caso o descumprimento seja referente ao artigo 24 do regulamento. Há também a possibilidade de censura pública feita no site da B³ e outros meios de comunicação, a suspensão da companhia até o saneamento da irregularidade, e por fim, a saída compulsória.

A suspensão se dará nos segmentos diferenciados deve ser amplamente divulgada pela B³, inclusive colocando a observação ao lado dos valores mobiliários da companhia punida

a informação de que esta se encontra suspensa do Novo Mercado por descumprimento do regulamento. A Companhia também fica impedida de utilizar qualquer coisa que a identifique com o Novo Mercado. Essa punição vigora até que a companhia sane as irregularidades. Embora a punição finde tão logo essa irregularidade acabe, a companhia permanece suscetível à saída compulsória conforme estabelece o parágrafo primeiro do artigo. Por fim, estabelece o parágrafo segundo do artigo 57 " A suspensão do Novo Mercado não exime a companhia, os seus administradores, acionistas e membros do conselho fiscal do cumprimento das obrigações advindas deste regulamento." (B3,2017, p.33).

Evidentemente, a punição de saída compulsória é a mais gravosa e delicada uma vez que estabelece prazo para que a companhia realize Oferta Pública de Ações para sua retirada do Novo Mercado. Sendo assim, só é aplicável a empresas que descumprirem o disposto no estatuto por período superior a 9 (nove) meses. Sendo assim, conforme explicado acima, é possível que, por exemplo, a companhia permaneça suspensa por 9 (nove) meses e após isso seja punida também com a saída compulsória.

Vale ressaltar que a punição de saída compulsória é irrecorrível, como dispõe o regulamento (2017, p. 30 e 35):

Art. 51. A decisão sobre a aplicação de sanção, exceto a de saída compulsória do Novo Mercado, será tomada em reunião técnica da Diretoria de Regulação de Emissores da B3, em que serão discutidos os fatos, os argumentos de defesa e outros elementos aplicáveis ao caso.
Art. 52. A decisão sobre a aplicação da sanção de saída compulsória do Novo Mercado será tomada pela B3.
(...)

Art. 63 As decisões da B3 tomadas com base neste regulamento não são passíveis de recurso.

Quanto às demais punições, o Regulamento da B³ (2017) afirma que estas podem ser recorridas nos prazos de 15 (quinze) dias para o Diretor de Regulamentações da B³, uma vez que são decisões tomadas pela Diretoria de Regulação de Emissores da B³. Nessa configuração, a B³ delega à diretoria as punições menos gravosas e que tendem a ocorrer com mais frequência, enquanto mantém para o órgão decisório máximo a que mais poderia afetar as companhias.

A que se destacar que a irrecorribilidade dessa decisão pode ensejar disputas judiciais a respeito dessa decisão administrativa caso a companhia retirada compulsoriamente se sinta injustamente prejudicada.

Diante do acima exposto, demonstra-se a tentativa da B³ em ter rigor para com aqueles que descumprem o regulamento do Novo Mercado. Isso é importante para manter também a credibilidade do segmento e ter os efeitos pretendidos quando se cria algo do tipo. Vale lembrar que, existem aqueles que defendem que participar do Novo Mercado pode não ser necessariamente vantajoso, uma vez que isso enseja custos. Podemos imaginar então o tamanho do prejuízo que teria a companhia que uma vez tendo mudado o necessário para se adequar o Novo Mercado, algum tempo depois sofresse com a saída compulsória. Certamente um risco grande suficiente para que as companhias preservem aquilo que dita o regulamento.

5 CASO CONCRETO

5.1 ANÁLISE ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A

Como vimos anteriormente, o setor bancário costuma ser um dos mais visados quando o assunto é Compliance. É um dos setores que impulsionou todo o debate a respeito dos mecanismos de controle ao redor do mundo. Além disso, é um setor que costuma ter grandes empresas de capital aberto, tendo inclusive resoluções do Conselho Monetário Nacional (nº 4.539/16 e nº 4.595/17) e uma Circular do Banco Central (nº3.865/17), que tratam de Compliance especificamente em Instituições Bancárias (FEBRABAN, 2018).

No Brasil, temos um dos maiores Conglomerados Bancários do mundo, o Itaú Unibanco Holding S.A, que está listado no Novo Mercado e que será objeto de análise neste capítulo para verificarmos o que esta companhia nos traz em termos de Compliance.

A referida Circular do BACEN (2018) estabeleceu que até 20 de julho de 2018 as instituições bancárias implementassem programa de integridade, e delimita bases mínimas que

devem estar presentes nesse programa. Entretanto, ressalva em seu artigo 2º que devem-se observar as peculiaridades como o porte da instituição para adequar o programa e ele ser efetivo.

Podemos observar desde o início o cumprimento de algumas das determinações feitas pela referida Circular do BACEN, começando pela aprovação da política de conformidade que deve ser feita pelo conselho de administração de entidades que a tenham, o que é seguido pelo Itaú e informado em seu site.

O site, de fácil acesso e linguagem simples passa bem para o público interessado nas medidas, um panorama geral de sua atuação, oferecendo links para acessar conteúdo mais profundo. Entretanto, chamou-nos atenção o fato de no site da B³ este link estar desatualizado, resultando em erro.

É certo que um fácil acesso pelo Google hoje é primordial, entretanto, por se tratar de uma informação que está posta ali assumidamente para ser vista primordialmente por investidores, é bom que se tenha no principal canal de informação sobre investimentos, acesso facilitado a essas informações. Isso ganha ainda maior escopo quando se fala de investidores menores, que eventualmente compram algumas ações da Companhia e que, portanto, além de tudo são os grandes interessados em Governança Corporativa.

O código de ética por sua vez tem uma boa apresentação e linguagem acessível. É introduzido por um texto do Presidente Candido Bracher que afirma em nome do Itaú (2019) que o código tem "caráter educativo e disciplinar". Afirmando privilegiar a Governança Corporativa, bem como cumprimento das leis e normas ressalta:

Seguimos as diretrizes éticas e de autorregulação das associações empresariais às quais somos associados. Estimulamos em nossos administradores e colaboradores a percepção de que leis, normas e regulamentos não esgotam as implicações éticas de todas as situações. Por isso, incentivamos a reflexão sobre como nossas ações, do ponto de vista ético, influenciam nossos públicos de relacionamento, a sociedade e o meio ambiente, além do mero cumprimento de leis (ITAÚ, 2019, p. 8).

O trecho é interessante pois ao mesmo tempo que garante seguir as normas autorregulação como as citadas anteriormente da B³, também demonstra uma visão apurada do que é *Compliance*, demonstrando um bom norte da Companhia nesse sentido.

O código prescreve de maneira simples como deve ser a relação do banco com seus mais diversos Stakeholders. Em sua sessão a respeito da relação com investidores, menciona que é necessário, dentre outras coisas "Adotar práticas transparentes, objetivas e imparciais de monitoramento e mitigação dos potenciais conflitos de interesses entre acionistas, administradores e o Itaú Unibanco" (ITAÚ,2019, p. 15). Temos nesse trecho uma menção aos conflitos de agência que vimos anteriormente, sendo assim, o Itaú Unibanco assume para si o dever de privilegiar a Governança Corporativa.

Outro ponto relevante é assumir o compromisso de evitar vazamentos de informações para prevenir a ocorrência de *Insider Trading*, o que é crime previsto na Lei 6.385/76. Ao mesmo tempo se compromete a não praticar tal prática a companhia mesmo, não se aproveitando de informações privilegiadas. (ITAÚ,2019).

No que se refere ao trato com a administração pública, o banco afirma ser inaceitável diversas práticas que se configuram crime segundo o código penal brasileiro, como aceitar vantagens indevidas. Entretanto, vale ressaltar que mais uma vez demonstrando que a preocupação não é apenas de ordem legal, mas também de reputação, o Código fala em ferir a reputação do Itaú Unibanco e proíbe qualquer demonstração de preferência por atos de natureza política, bem como a doação para campanhas ou candidatos. Notem que se tratam dois atos completamente lícitos, mas que para evitar qualquer mancha à companhia, são proibidas pelo código.

No mais, há muita descrição do que deve ser a atuação do Itaú e de seus colaboradores com os mais variados setores da sociedade civil como a imprensa, o terceiro setor e mesmo entre os colaboradores em si.

O código de ética do Itaú Unibanco Holding S.A tem um capítulo para falar exclusivamente dos conflitos de interesses. Esses conflitos, conforme explicado acima, fazem parte dos chamados Conflitos de Agência que por sua vez são parte da razão de existir da Governança Corporativa.

Dentro deste capítulo, faz prescrições não somente para os administradores mas para todos os que tenham relação obrigação para com o banco, incumbindo-os a, por exemplo, "Solicitar orientação à Consultoria de Ética antes de realizar negócios particulares ou formar sociedade com profissionais, empresas e administradores de empresas que sejam clientes, fornecedores ou parceiros comerciais do Itaú Unibanco." (ITAÚ, 2019, p. 42).

Ao mesmo tempo, proíbe seus empregados de:

Trabalhar como autônomo ou em outras organizações como gestor, colaborador, prestador de serviço, consultor ou conselheiro, sócio, sócio-diretor ou sócio-investidor, responsável técnico etc., cujas atividades conflitem de algum modo com as próprias atividades desenvolvidas no Itaú Unibanco, seja pela sua natureza, seja pelo tempo dedicado a elas.(ITAÚ, 2019, p. 42).

A lógica por traz disso é prevenir que um empregado possa se utilizar de informações que tem acesso por causa de sua posição, participar da gestão de outra empresa e tomar decisões que acabem por beneficiar a segunda empresa e/ou prejudicar o Itaú.

Outro ponto importante em programas de Compliance são os testes de aderência que auferem o quão bem os princípios estão sendo internalizado por aqueles que devem segui-los. Para isso, o Itaú Unibanco garante ter um chamado Programa de Integridade Ética, previsto em um documento denominado Política de Corporativa de Integridade, Ética e Conduta onde se encontram as mesmas informações do Código de Ética, porém, com uma linguagem mais técnica e menos amistoso. Lê-se na sessão sobre o procedimento do Programa de Integridade e Ética, em seu item 3.4:

O monitoramento contínuo da efetividade do programa e de possíveis necessidades de adequação é coordenado pela (DEROC) (...) com atuação direta das diversas áreas da organização e com reporte periódico pela DEROc ao Comitê de Auditoria e aos Colegiados que tratam dos assuntos relacionados à Integridade e Ética, definidos na política. (...) abrange testes dos processos por Controles Internos e Compliance, acompanhamento de indicadores, informações de canais de dúvidas e denúncias e tratamento de novas regulamentações que impactem o programa. Por meio dos resultados do monitoramento são identificadas necessidades de adequação melhoria (...). (ITAÚ, 2019, p. 8).

O documento prevê avaliação por meio de Auditoria Interna ou Externa, realizada anualmente do Programa de Integridade e dos demais relatórios exigidos pelo documento.

Podemos ver nesse trecho o valor dado pelo banco a um outro ponto importante dos programas de Compliance que são os canais de denúncia. Há menção a ele como devendo ser levado em consideração por parte do monitoramento. Para que um canal de denúncias de irregularidade seja convidativo é imprescindível o anonimato das informações para evitar qualquer possível retaliação por parte de superiores.

Esse canal se encontra neste link que dá a escolha ao denunciante de se identificar ou não conforme estabelece o mesmo documento em seu item 4.1.5:

Todos os colaboradores, administradores, clientes, parceiros, fornecedores e qualquer outra pessoa podem reportar, sem a necessidade de identificação, suspeitas ou violações ao Código de Ética do Itaú Unibanco. Podem também reportar indícios de atos ilícitos de qualquer natureza, relacionadas às atividades do Conglomerado, sendo assegurado tratamento confidencial e proteção à identidade do denunciante. (ITAÚ, 2019, p. 2)

Também é prevista sanção disciplinar a qualquer administrador ou colaborador que "tentarem ou praticarem retaliação contra quem, em boa-fé, comunicar desvios éticos e outros desvios comportamentais" em caso de denúncias identificadas.

Esses canais mantêm todo um histórico a respeito da solicitação feita recomenda-se que a denúncia tenha: a- descrição do fato; b- local e momento da violação; c-pessoas/organizações

envolvidas; d- documento que auxiliem na avaliação do caso. Além de qualquer outra informação que possa ser útil para a investigação.

Há também no documento uma tabela com a relação de para onde será direcionada a solicitação dependendo do assunto escolhido. São 5 órgãos diferentes que contam com e-mail, telefone e alguns com endereço. Porém, o denunciante não deve fazer a denúncia diretamente por nenhum desses meios fornecidos até mesmo para preservar seu anonimato, a própria plataforma anteriormente aqui posta redireciona para a área de acordo com o que o denunciante informar ser seu assunto.

Outro ponto crucial dos programas de *Compliance* é a educação dos seus funcionários e administradores das ações que eles devem tomar. A respeito disso o banco traz no item 4.1.3, como uma de suas diretrizes, o que se segue:

Ações de educação e comunicação fazem parte do Programa de Integridade e Ética. (...) contribuindo para que administradores e colaboradores:

- Aprofundem o conhecimento sobre os conceitos e diretrizes de integridade e ética, bem como de sua aplicação aos negócios e à gestão de processos e de relacionamentos.
- Estejam capacitados para identificar, prevenir e resolver dilemas éticos, conflitos de interesses, conflitos interpessoais e desvios de conduta inerentes às suas atividades diárias.
- Conheçam os canais de denúncia e de resolução de dúvidas. (ITAÚ, 2019, p. 2).

Essas são as diretrizes gerais do Itaú Unibanco Holding S.A a respeito de *Compliance* em sua organização interna. O Banco Itaú (2019) ainda ressalta dois pontos importantes no seu código de ética, a primeira delas é a possibilidade de empresas do conglomerado estabelecerem normais mais rígidas do que as presentes no código. Além disso, também ressalva que "Nas Unidades Internacionais, as políticas locais específicas relacionadas aos assuntos deste Código devem ser consultadas e observadas" (ITAÚ, 2019, p. 48).

Por fim, podemos encontrar tanto no Código de Ética quanto no documento da Política Corporativa de Integridade, Ética e Conduta, a informação de que aqueles que descumprirem

algum será "passível de sanções administrativas estabelecidas em normas internas do Conglomerado Itaú Unibanco" (ITAÚ, 2019, p. 51).

Apesar disso, não há qualquer indicação de quais normas ou sanções são essas, o que contraria o comum dentro do Código de Ética que na maioria das vezes fornece links para os documentos com maiores detalhes daquilo que o Código menciona. Não há também qualquer indicação de que esse documento teria qualquer caráter sigiloso.

Com base no exposto no capítulo acima, podemos identificar que o Itaú Unibanco Holding S.A tende a ser uma companhia que preza bastante por sua política de Conformidade, tendo cuidado em atender as bases do que é visto como um programa completo. Não atoa, estamos falando do maior banco privado da América Latina que tem suas ações muito valorizadas na B³. Com seu controle interno, a educação a respeito da prevenção de atos ilícitos, um mecanismo anônimo de denúncias, a preocupação com atos lícitos que possam manchar a imagem da companhia e as possíveis sanções para aqueles que infringem as normas, o Itaú tem a certeza de que tem um Programa de Conformidade que lhe garante segurança e a seus investidores.

5.2 Itaú Unibanco Holding S.A sobre Governança Corporativa

O Itaú, como uma empresa de capital aberto, participa do Novo Mercado da B³ no nível 1 e por isso informa ser comprometido com uma série de normas a respeito de Governança Corporativa anteriormente aqui explicitadas. Para cumprir com isso, há a Política de Governança Corporativa, documento de 6 páginas que dita os rumos da Governança no banco para isso, "Esta Política consolida os princípios e práticas de Governança Corporativa adotados pelo Itaú Unibanco Holding S.A" (ITAÚ,2020).

O documento em seu item 4 faz menção a normas externas as quais se reporta, dentre elas os as da Bolsa de Nova York, as da B³, e em especial as do Novo Mercado Nível 1

De acordo com as regras do Nível 1, o Itaú Unibanco deve adotar práticas diferenciadas de Governança Corporativa, tais como maior transparência na prestação

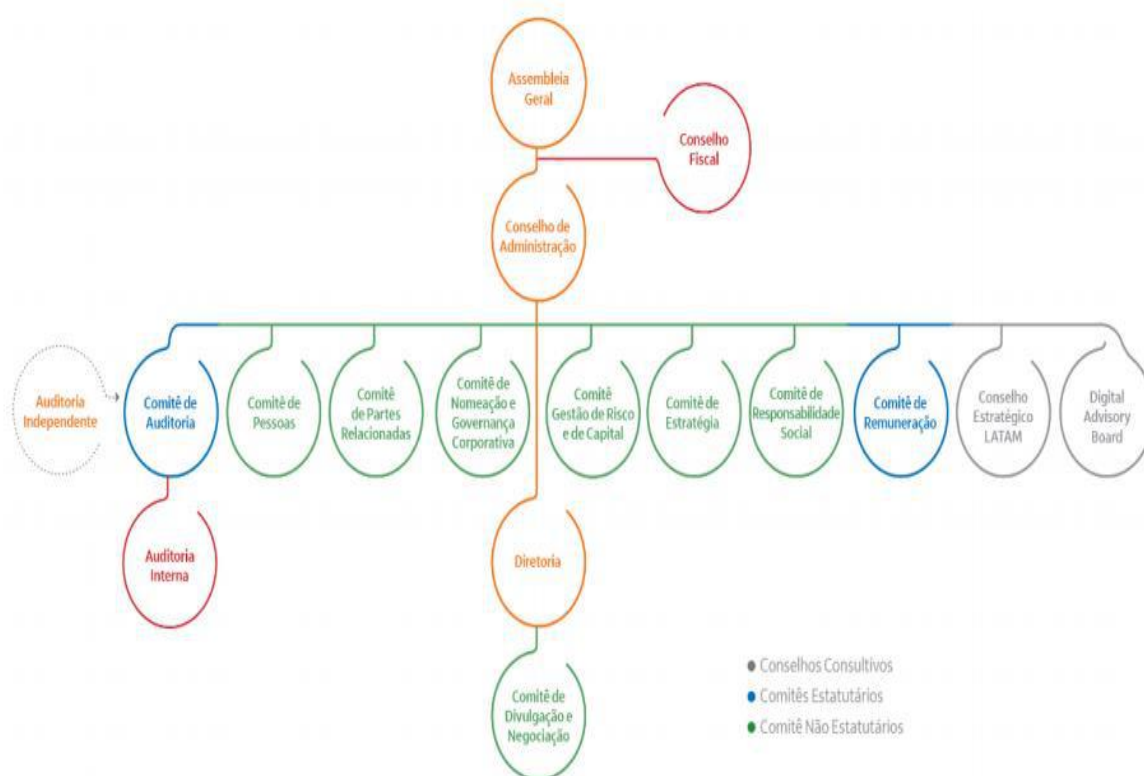
de informações ao mercado, manutenção de percentual mínimo de ações em circulação e de dispersão acionária em distribuição pública de ações, em respeito ao interesse dos acionistas minoritários (ITAÚ, 2020, p. 1).

O Banco também menciona aderir ao Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas de Companhias Abertas.

Estabelece como diretriz a ideia de que a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa está diretamente ligada à geração de valor para os investidores, o que por sua vez é uma das diretrizes gerais do banco (ITAÚ,2020).

Há a previsão de membros independentes no Conselho de Administração, sendo estes aqueles conselheiros que não têm nenhum tipo de relação com a companhia, nem com empresa com o mesmo controle ou ainda com acionista do bloco de controle ou administrador que possa interferir em sua isenção ou gerar conflito de interesse. A esses, é facultado a possibilidade de se reunirem para discussões e se reportarem ao Presidente do Conselho ou a um dos Copresidentes.

Abaixo, organograma retirado do site do Itaú que demonstra todos os comitês elencados na Política de Governança Corporativa:



Fonte: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/show.aspx?idCanal=vwRz5Vohb4ufKQ5nOZ68dw==>

Todos esses fazem parte do que é a Governança do Itaú Unibanco Holding S.A, mas alguns merecem destaque. Como se pode observar, há um comitê exclusivo para acompanhar a Governança junto ao Conselho de Administração. Outro que é destacado no documento é o Comitê de Partes Relacionadas que se debruça sobre transações entre partes relacionadas para garantir justamente os Conflitos de Interesse e garantir as melhores práticas de Governança.

Em especial temos o Comitê de Auditoria, sendo um único para todo conglomerado, estando em conformidade com a Resolução nº 3198/2004 do CMN e também, no que couber a já citada SOX. A este comitê compete supervisionar: "(i) os processos de controles internos e de administração de riscos; (ii) as atividades da auditoria interna; e (iii) as atividades das empresas de auditoria independente do Conglomerado Itaú Unibanco." (ITAÚ, 2020).

Outra medida importante é a extensão do *tag along* para os detentores de ações preferenciais e não somente aos de ações ordinárias como é exigência legal. Existe a previsão legal deste dispositivo na Lei 254-A, também conhecida como Lei das S.A (BRASIL,1976):

"A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle."

O Itaú vai além e garante esse direito não só aos detentores de votos, mas àqueles que detêm ações apenas para recebimento de dividendos, sem interferência nas tomadas de decisões.

Um dos fatores mais importantes para a Governança é a transparência com os acionistas que passa por diversos fatores desde canais de comunicação que o Itaú elenca no item 8.1.1 do documento, até divulgação efetiva de informações importantes. A respeito da divulgação de fatos importantes, o Itaú faz no documento menção a instrução 358 da CVM e tem garantias adicionais às colocadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Essas obrigações são:

vedação para aquisição ou alienação de valores mobiliários antes de decorridos 180 (cento e oitenta) dias contados, respectivamente, da última alienação ou aquisição de valores mobiliários em bolsa de valores ou em mercado de balcão; (ii) vedação ao aluguel de valores mobiliários; e (iii) vedação ao lançamento de opções de compra ou opções de venda de ações, a venda de ações no Mercado a Termo e a negociação de ações no Mercado Futuro. (ITAÚ,2020 p. 5).

Além da criação do demonstrado Comitê de Divulgação e Negociação para segundo o Itaú (2020, p. 5) “melhorar o fluxo de Administração da Diretoria”. Houve também a criação das Regas Operacionais de Negociação de Ações e Tesouraria para reduzir os riscos operacionais, financeiros e estratégicos, diminuir a concentração de mercado ou formação indevida de preços, o reforço da estratégia de recompra de valores mobiliários focada na preservação da liquidez e do valor para o acionista. Todos esses efeitos são bem vindos para os detentores de ações do Itaú.

Como vimos anteriormente, ocorre que as vezes a companhia e o administrador têm diferentes interesses, e um fator que pode levar a isso é ligado à remuneração do administrado. Por isso, o documento traz também um item voltado a este tópico, divulgando periodicamente relatórios a respeito disso para que possa ser acompanhado pelos acionistas.

Há também dois planos, um de Outorga de Opção de Ações e outro de Outorga de Ações. A ideia é incentivar que seus administradores passem a ser também acionistas para que tenham seus interesses sempre alinhados e minimizar os Conflitos de Agência:

o Itaú Unibanco visa manter o alinhamento dos interesses de administradores e colaboradores da Companhia e de suas sociedades controladas diretas ou indiretas aos interesses dos acionistas e da própria Companhia. Para tanto, o (...) concede a esses stakeholders a oportunidade de se tornarem acionistas do Itaú Unibanco, possibilitando o compartilhamento dos riscos de curto, médio e longo prazo (ITAÚ, 2020, p. 5).

Por fim, devemos ressaltar as Chamadas Cláusulas Mínimas Estatutárias do Nível 1 do Novo Mercado que devem estar presentes no Estatuto Social para que a Companhia possa ser listada no segmento. Elas se encontram os Artigos 17, que estabelece:

Com a admissão da sociedade no segmento especial de listagem denominado Nível 1 de Governança Corporativa da B3, sujeitam-se a sociedade, seus acionistas, administradores e membros do Conselho Fiscal, quando instalado, às disposições do Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa da B3 (“Regulamento do Nível 1”). (ITAÚ, (2018)⁶, p.17).

⁶ Estatuto Social anexado em ata de Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária em 25 de Abril de 2018

Já a respeito do mandato dos conselheiros, a proibição de cumulação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente ou Principal Executivo exigida pela B³ se encontra no Artigo 6.1. Uma mudança entre aquilo que a B³ exige e o Estatuto Social se encontra no tocante ao tempo de mandato desses Conselheiros. Enquanto a B³ fala em 2 anos, o Itaú estabelece mandato de 1 ano. A de se imaginar que se segue a ideia *a maiori, ad minus* uma vez que a ideia da B³ é dar à Assembleia Geral poder de retificar periodicamente a permanência ou não daqueles Conselheiros e com 1 ano a razão de ser da norma continua intacta.

Por fim, há o artigo 5º que exige que para a investidura em como Conselheiro ou Diretor, o eleito necessariamente tenha feito a “prévia subscrição do Termo de Anuência dos administradores, nos termos do disposto no Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”).” (ITAÚ, 2018, p.8)

Com as informações acima elencadas, podemos perceber a importância que a Companhia dá à Governança Corporativa, garantindo os mínimos estabelecidos em diplomas legais, infralegais e autorregulatórios, mas também procurando garantir padrões que vão além disso, dando mais segurança a seu investidor.

É interessante frisar que para estabelecer a qualidade dos programas do Itaú Holding S.A, comparamos aquilo que a sociedade estabelece em seus normativos internos, com o que é a legislação e os critérios de autorregulação elencados na B³. Com isso, podemos perceber que o Itaú não só cumpre aquilo que é o mínimo como vai além de vários quesitos, como por exemplo o já citado estabelecimento de 1 ano de mandato para conselheiros enquanto a B³ exige 2 anos. A comparação, portanto, é feita com aquelas que se encontram no mesmo patamar de listagem uma vez que a simples presença no Nível 1 do Novo Mercado, já o qualifica como sendo diferenciado em termos de Governança Corporativa. Entretanto, ressalva-se, que existem companhias que se encontram com ainda mais avanços, uma vez estão listadas em segmento “superior”, como o Novo Mercado em si.

6 CONCLUSÃO

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou uma análise de como o Brasil lida de forma geral com os instrumentos de Compliance e Governança Corporativa, uma reflexão acerca dos benefícios que as Bolsas de Valores como a B³ têm na consolidação desses mecanismos, além disso, também permitiu conhecer melhor à respeito da razão de ser desses instrumentos.

Foi possível também ter uma visão histórica de como esses instrumentos ganharam força e relevância além de como ambos trabalham juntos e como interferem um no outro, identificando o que impulsiona no Brasil a adoção dessas práticas.

Com a análise das práticas do Itaú Unibanco Holding S.A foi possível ter uma visão completa de uma Companhia grande que conforme se recomenda, adaptou as exigências mínimas a seu escopo e foi bastante além daquilo que é recomendado. É um belo exemplo de como a autorregulação tem funcionado para aquelas que têm interesse. Coincidentemente ou não, é uma das Companhias de Capital Aberto mais sólidas do mercado brasileiro, podendo indicar que seu esforço tem resultados.

Dada à importância do tema, é recomendado que o Brasil continue a estimular esse comportamento das empresas, podendo se aproveitar disso para melhorar seu ambiente de negócios e valorizar suas Companhias, além de estabelecer padrões altos para que as nossas empresas de capital aberto tenham entrada mais simples em outras bolsas.

Nesse sentido, a utilização da Bolsa de Valores como motor disso é bem-vindo, mas não deve trabalhar sozinho para alavancar os nossos padrões.

BIBLIOGRAFIA

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; EDUARDO, G. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. 1ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ALVES, A. F. D. A.; PINHEIRO, C. D. R. 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, p. 40-60, 2017. Disponível em: <<https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/1928/pdf>>. Acesso em: 22 Set 2019.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

B3. REGULAMENTO DO NOVO MERCADO, 03 out. 2017. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)>. Acesso em: 3 Out 2019.

BRASIL. LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. **Planalto**, 15 Dez 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 out. 2020.

BRASIL. Instrução Normativa 461 de 23 Out. 2007. **INSTRUÇÃO CVM Nº 461, DE 23 DE OUTUBRO DE 2007.**, Brasília,DF, Out 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 12 Ago 2020.

BRASIL. Lei Nº 12.846/13. **Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências.**, Brasília,DF, ago 2013.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm>. Acesso em: 2019 Nov 20.

BRASIL. CIRCULAR Nº 3.865, DE 7 DE DEZEMBRO DE 2017. **CIRCULAR DO BANCO CENTRAL Nº 3.865**, Brasília, Dez 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50481/Circ_3865_v1_O.pdf>. Acesso em: 15 Out 2020.

CARNEIRO, C.; SANTOS JUNIOR, M. D. C. **Compliance e Boa Governança - Pública e Privada**. Curitiba: Juruá Editora, 2018.

CLAYTON, M. **Temas de Anticorrupção e Compliance**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2013.

COIMBRA, M. D. A.; MANZI, V. A. **Manual de Compliance. Preservando a Boa Governança e a Integridade das Organizações**. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em: 25 Out 2019.

DANTA, W. R. H. **IMPORTÂNCIA DOS CONTROLES INTERNOS NAS EMPRESAS ANTES E DEPOIS DO ADVENTO DA SARBANES-OXLEY ACT**. Dissertação (Dissertação em Economia) - UFRS. Rio Grande do Sul, p. 245. 2006.

EQUIPE INFOMONEY. Governança corporativa: diferenças entre o nível I, nível II e Novo Mercado. **InfoMoney**, 15 Março 2005. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/governanca-corporativa-diferencas-entre-o-nivel-i-nivel-ii-e-novo-mercado/>>. Acesso em: 20 Ago 2019.

EQUIPE INFOMONEY. Você sabe exatamente o que é a B3 e como ela funciona? **InfoMoney**, 23 Setembro 2005. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/voce-sabe-exatamente-o-que-e-a-bovespa-e-como-ela-funciona/>>. Acesso em: 15 Novembro 2019.

FAMÁ, R.; RIBEIRO NETO, R. M. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro - o novo mercado. **Revista de Administração**, p. 29-38, 2002. Disponível em: <<http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v37n1p29a38.pdf>>. Acesso em: 26 Jul 2019.

FEBRABAN. Guia de Boas Práticas de Compliance, 2018. Disponível em: <https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/febraban_manual_compliance_2018_2web.pdf>. Acesso em: 10 Out 2020.

FGV. **Biografia.** Disponível em: <http://ead2.fgv.br/ls5/centro_rec/pag/biografias/emilio_rangel_pestana.htm>. Acesso em: 13 set. 2019.

FIGUEIREDO, R. S. **DIREITO DE INTERVENÇÃO E LEI 12.846/2013: A ADOÇÃO DO COMPLIANCE COMO EXCLUDENTE DE**, Salvador, p. 229, 2015. Disponível em: <<http://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/17475>>. Acesso em: 26 Outubro 2019.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Biografia. **EAD - FGV.** Disponível em: <http://ead2.fgv.br/ls5/centro_rec/pag/biografias/emilio_rangel_pestana.htm>. Acesso em: 12 Novembro 2019.

IBGC. **Uma década de Governança Corporativa.** São Paulo: Saint Paul, 2006.

IG. Brasil Econômico. **Bovespa:** a história da bolsa de valores de SP e do mercado acionário brasileiro, 11 ago. 2016. Disponível em: <<https://economia.ig.com.br/2016-08-11/bovespa.html>>. Acesso em: Novembro 15 2019.

ITAÚ HOLDING S/A. ATA SUMÁRIA DA ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA E EXTRAORDINÁRIA. **Itaú - Relação Com Investidores**, 25 abr 2018. Disponível em: <<https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=KmCUj4oG3LmW3PDnN923aw==>>>. Acesso em: 20 Out 2020.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. POLÍTICA CORPORATIVA DE INTEGRIDADE, ÉTICA E CONDUTA, 28 nov. 2019. Disponível em: <<https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=0gHzsYgcCk/fHCl3MNLh8Q==&IdCanal=jjCFHS5ladmGCLdvw2zldg==>>. Acesso em: 15 Out 2020.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. POLÍTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, São Paulo, Abr 2020. Disponível em: <<https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=UCtJwkpRiynbMeKaCCBnZw==&IdCanal=jjCFHS5ladmGCLdvw2zldg==>>. Acesso em: 15 Out 2020.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S/A. Código de Ética Itaú Unibanco, São Paulo, Novembro 2019. Disponível em: <<https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=M4YbWa6DCZLJrlm4oH2cLA==&IdCanal=jjCFHS5ladmGCLdvw2zldg==>>. Acesso em: 20 Out 2020.

JENSEN , M. C. **A Theory of the firm**. [S.l.]: Harvard University Press, 2003.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. C. **Governança Corporativa: Evidências empíricas no Brasil**. 1ª. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

LEGAL ETICHS COMPLIANCE. GOVERNANÇA CORPORATIVA E COMPLIANCE: ENTENDA AS DIFERENÇAS! **Legal Etichs Compliance**. Disponível em: <<https://lec.com.br/blog/governanca-corporativa-e-compliance-entenda-as-diferencas/>>. Acesso em: 15 Jul 2019.

LEITE, M. P. **A BM&FBOVESPA: A CONSTRUÇÃO DE UM MERCADO NACIONAL DE BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E DE FUTURO NO BRASIL**. Dissertação (Pós Graduação em Economia) - UFRJ. Rio de Janeiro, p. 99. 2011.

MANZI, V. A. **Compliance no Brasil: Consolidação e Perspectivas**. 1ª. ed. São Paulo: Sait Paul, 2008.

MARZALLI, R.; ERCOLIN, C. A. **Governança Corpportativa**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

MENDES, F. S.; CARVALHO, V. M. D. **Compliance**: Concorrência e combate à corrupção. São Paulo: Trevisan Editora, 2017.

NASSIFF, E.; SOUZA, C. L. CONFLITOS DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Revista do Departamento de Administração da FEA**, São Paulo, p. 20, 2013. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/caadm/article/view/9496/19670>>. Acesso em: 23 mar. 2020.

OLIVEIRA, M. C.; LINHARES, S. J. A IMPLANTAÇÃO DE CONTROLE INTERNO ADEQUADO ÀS EXIGÊNCIAS DA LEI SARBANES- UM ESTUDO DE CASO. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, São Leopoldo, p. 164, Maio - Agosto 2007. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337228632007>>. Acesso em: 15 Nov 2019.

PINHEIRO, C. D. R. **Os impactos dos programas de interidade (compliance) sobre os deveres e responsabilidades dos acionistas controladores e administradores de companhias**. Tese (Doutorado em Direito) - UERJ. Rio de Janeiro, p. 298. 2017.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 Determinantes e Conseqüências. **Revista Brasileira de Finanças**, p. 107-136, 2009. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/196606/000707277.pdf?sequencia=1>>. Acesso em: 12 Out 2019.

RIBEIRO, M. C. P.; DINIZ, D. F. Compliance e lei anticorrupção. **Revista de Informação Legislativa**, Jan./mar. 2015. 87-105. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/507401>>. Acesso em: 13 Outubro 2019.

SHLEIFER, A.; VISHY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, Junho 1997. 737-783. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>>. Acesso em: Out 17 2019.

SOUZA, B. C.; BORINELLI, M. L. **Controladoria**. Curitiba: IESDE Brasil, 2009.

XAVIER, P. G. **PROGRAMAS DE COMPLIANCE ANTICORRUPÇÃO NO CONTEXTO DA LEI 12.846: ELEMENTOS E ESTUDO DE CASO**, São Paulo, p. 100, 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/13726>>. Acesso em: 05 Nov 2019.

ZANCOPÉ, G. J. **O que é a Bolsa de Valores?** São Paulo: Brasiliense, 1988.