



O PAPEL DA CVM E DA B3 NA IMPLEMENTAÇÃO E DELIMITAÇÃO DO PROGRAMA DE INTEGRIDADE (*COMPLIANCE*) NO BRASIL

Alexandre Ferreira de Assumpção Alves¹
Caroline da Rosa Pinheiro²

RESUMO: O trabalho apresenta o conceito de programa de integridade ou “*compliance*” como é conhecido internacionalmente, refletindo sobre o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) na implementação e delimitação do instituto no Brasil. Desse modo, também serão analisadas as competências desses órgãos, bem como sua atuação e poderes, com lastro nos diplomas legais e atos administrativos regulatórios. O método científico utilizado é o indutivo, partindo da análise de textos legais, infralegais, julgados administrativos e doutrina. A pesquisa é do tipo bibliográfica e a conclusão alcançada é pessoal, com lastro no material investigatório coligido.

PALAVRAS-CHAVE: *Compliance*; Governança Corporativa; Comissão de Valores Mobiliários; B3; Corrupção.

THE ROLE OF CVM AND B3 ON THE IMPLEMENTATION AND DEFINITION OF COMPLIANCE IN BRAZIL

ABSTRACT: The paper examines the concept of compliance, thinking about the role of Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) and B3 (Brazil, Stock Exchange and Over-the-Counter Market) on the implementation and definition of the institute in Brazil. In this way, it will also analyzes the competencies of these bodies, as well as its performance and powers, based on the legal norms and administrative regulations. The paper uses the inductive

¹ Possui graduação em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (1992), mestrado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (1996) e doutorado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (2003). Atualmente é professor associado nível 3 da Universidade Federal do Rio de Janeiro e professor associado do programa de pós-graduação stricto sensu da Faculdade de Direito Universidade do Estado do Rio de Janeiro na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas. É membro do Conselho Editorial da Revista Semestral de Direito Empresarial (RSDE), da Revista de Direito Empresarial (RDEmp) e da Revista Brasileira de Estudos Políticos (RBEP). Integra como pesquisador e líder o grupo de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas, do DGP do CNPq. É expositor convidado na Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro (EMERJ) desde 1994 e professor responsável adjunto na área de direito empresarial. Atua principalmente nos seguintes temas: falência e recuperação de empresas, time charter, direito societário, empresa individual de responsabilidade limitada, direito cambiário e código de defesa do consumidor. Foi coordenador do curso de Direito da UERJ entre 1998 a 2004 e de 2008 a 2011. É avaliador ad hoc do INEP/MEC.

² Doutoranda em Direito na UERJ (linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas), Mestre pela Fundação Getúlio Vargas - FGV/Direito-Rio (2012), Especialista em Advocacia Empresarial pela Universidade Gama Filho (2008) e Bacharel em Direito pela Universidade Cândido Mendes - Centro (2005). Atualmente é professora da graduação em Direito do IBMEC e do UNIFESO e da pós-graduação em Direito Empresarial da PUC-Rio, além de advogada e consultora jurídica internacional nas áreas de Direito Empresarial e Contratual. Membro da Comissão Permanente de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados Brasileiros e Membro da Comissão de Direito Empresarial da Ordem dos Advogados do Brasil do Rio de Janeiro; da Associação do Ensino do Direito (ABEDi) e do Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito (Conpedi). Tem experiência na área de Direito Empresarial, Contratual, Internacional e Marítimo.





scientific method, analyzing legal texts, infralegal rules, administrative cases and doctrine. It's a bibliographic research with a personal conclusion, based on the researched material.

KEYWORDS: Compliance; Corporate Governance; Securities and Exchange Commission; Brazil, Stock Exchange and Over-the-Counter Market (B3); Corruption.

1. Introdução

A corrupção tem assolado a sociedade brasileira, com notícias históricas de solicitação de vantagens por conta de súditos do Rei desde a época do descobrimento³. Hoje em dia, o problema da corrupção ganhou vulto e, conseqüentemente, maior importância, haja vista que os valores das sociedades contemporâneas primam pela lisura, pela transparência e pela responsabilidade social.

Assim sendo, após alguns escândalos de corrupção surgidos na década de 1980⁴ nos quais alguns administradores de companhias se aproveitaram de brechas no sistema de regulação do mercado para praticarem atos ilícitos e, com isso, auferir lucros indevidos, ganhou força a nível global uma onda de legislações e medidas que visaram a regulação da atividade empresarial. A finalidade precípua foi proteger os acionistas das sociedades e a própria comunidade humana de atos ilícitos – ou lícitos, porém imorais e nocivos – praticados pelos administradores das sociedades.

No Brasil, a onda regulatória ganhou força com as desestatizações promovidas na segunda metade da década de 1990, pelas quais o Estado passou à iniciativa privada o controle de diversas sociedades empresárias. Nessa época muitos investidores obtinham lucros exorbitantes pela compra de valores mobiliários vendidos a baixo custo pelo Estado e os acionistas minoritários estavam desprotegidos das condutas adotadas pelos administradores e controladores das companhias pela falta de mecanismos legais suficientes e adequados.

A partir da reforma das Leis das Sociedades por Ações e da CVM, em 2001, pela Lei nº 10.303, os entes reguladores do mercado, estatais ou não, passaram a assumir papel de destaque no combate às práticas nocivas dos controladores e dos administradores das companhias. Dessa maneira, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Bolsa de Valores

³ É fato de conhecimento geral que, já nas cartas que comunicaram o descobrimento do Brasil, Pero Vaz de Caminha, ao final da comunicação real, solicita ao Rei D. João um emprego para o seu genro, sendo esse o primeiro caso de nepotismo que se tem conhecimento em terras tupiniquins.

⁴ Dois dos mais relevantes desses escândalos foram o caso Wordcom e da Enron, nos EUA, e o caso da Parmalat, na Itália.



de São Paulo (BOVESPA)⁵ passaram a regular o mercado de capitais brasileiro, a primeira através da publicação de Instruções Normativas ou outros atos, e a segunda através das regras do Novo Mercado. O Estado também promoveu alterações das Lei das Sociedades por Ações, em 2001, para assegurar maior respeito aos direitos dos acionistas minoritários e à sociedade. Todos esses mecanismos implicaram no aprimoramento dos programas de conformidade adotados pelas companhias que negociam valores mobiliários no Brasil.

Paralelamente a esse desenvolvimento, a corrupção dos agentes governamentais por companhias ou outros tipos de sociedades foi objeto de discussões nos Estados Unidos da América, na Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), culminando na aprovação da Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais, de 1997, internalizada no Brasil pelo Decreto nº 3.678/2000. Nesse cenário, o país, membro da OCDE, sancionou a Lei nº 12.846/2013, conhecida como Lei Anticorrupção brasileira, onde previu o *compliance* como atenuante de sanções às sociedades⁶.

Posteriormente, o Decreto nº 8.420/2015, que regulamentou a Lei nº 12.846/2013, forneceu maiores contornos do que seria um programa de integridade eficiente⁷, tendo em

5 A Bolsa de Valores de São Paulo, fundada em 1895 como Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, teve sua denominação alterada para Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), em 1967. Novas alterações de denominação ocorreram em 2008 e em 2017. Em 8 de maio de 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) fundiram-se, dando origem a uma nova instituição - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F BOVESPA). Em 22 de março de 2017, foi aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) a fusão da BM&F BOVESPA com a Central Depositária de Títulos Privados (CETIP), formando a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão). O artigo utilizará, doravante, a denominação atual.

⁶ A legislação brasileira não adotou o vocábulo de língua inglesa “compliance”, empregado no cenário internacional. São adotadas as expressões “mecanismos e procedimentos de integridade” no art. 7º da Lei nº 12.486/2013: “Serão levados em consideração na aplicação de sanções: [...] VIII – a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica” e “programa de integridade” no Decreto que regulamentou a lei. Para os fins deste trabalho será utilizado o termo *compliance*.

⁷ Art. 42 do Decreto 8.420/2015: “Para fins do disposto no §4º do art. 5º, o programa de integridade será avaliado, quanto a sua existência e aplicação, de acordo com os seguintes parâmetros: I – comprometimento da alta direção da pessoa jurídica, incluído os conselhos, evidenciado pelo apoio visível e inequívoco ao programa; II – padrões de conduta, código de ética, políticas e procedimentos de integridade, aplicáveis a todos os empregados e administradores, independentemente de cargo ou função exercidos; III – padrões de conduta, códigos de ética e políticas de integridade estendidas, quando necessário, a terceiros, tais como, fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados; IV – treinamentos periódicos sobre o programa de integridade; V – análise periódica de riscos para realizar adaptações necessárias ao programa de integridade; VI – registros contábeis que reflitam de forma completa e precisa as transações da pessoa jurídica; VII – controles internos que assegurem a pronta elaboração e confiabilidade de relatórios e demonstrações financeiros da pessoa jurídica; VIII – procedimentos específicos para prevenir fraudes e ilícitos no âmbito de processos licitatórios, na execução de contratos administrativos ou em qualquer interação com o setor público, ainda que intermediada por terceiros, tal como pagamento de tributos, sujeição a fiscalizações, ou obtenção de autorizações, licenças, permissões e certidões; IX – independência, estrutura e autoridade da instância interna responsável pela



vista que este diploma apenas mencionava sem fazer uma delimitação do conceito. Assim, o *compliance* ganha progressiva força no ordenamento jurídico nacional.

O objetivo do presente artigo é entender o papel da CVM e da B3 na implementação e delimitação do instituto, perpassando por uma análise de sua estrutura, atuação e poderes. Evidentemente, para tanto, será necessário compreender o programa de integridade (*compliance*) e sua abrangência, contextualizando-o ao tema debatido. Ainda que o *compliance* tenha importância ampla, atingindo interesses tanto públicos (ex: combate à corrupção) quanto privados (ex: deveres e responsabilidades dos administradores), o presente artigo terá seu recorte na seara do direito empresarial.

O método científico de elaboração utilizado é o indutivo, partindo da análise de textos legais, infralegais, decisões administrativas e doutrina sobre o tema. A pesquisa é do tipo bibliográfica e a conclusão alcançada é pessoal, com lastro no material investigatório coligido.

2. Entendendo o instituto do *Compliance* e sua abrangência

O termo *compliance* deriva do verbo inglês “*to comply*”, que significa em tradução livre o ato de cumprir ou estar de acordo com uma certa regra/orientação.

Nos dizeres de Vanessa A. Manzi, define-se *compliance* como o “ato de cumprir, de estar em conformidade e executar regulamentos internos e externos, impostos às atividades da instituição, buscando mitigar o risco atrelado a reputação e ao regulatório” (MANZI, 2008, p. 15). Assim, analisando-se o conceito no âmbito empresarial, a expressão se refere a um conjunto de procedimentos adotados por uma determinada sociedade, objetivando otimizar o

aplicação do programa de integridade e fiscalização de seu cumprimento; X – canais de denúncia de irregularidades, abertos e amplamente divulgados a funcionários e terceiros, e de mecanismos destinados à proteção de denunciadores de boa-fé; XI – medidas disciplinares em caso de violação do programa de integridade; XII – procedimentos que assegurem a pronta interrupção de irregularidades ou infrações detectadas e a tempestiva remediação dos danos gerados; XIII – diligências apropriadas para contratação e, conforme o caso, supervisão, de terceiros, tais como, fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados; XIV – verificação, durante os processos de fusões, aquisições e reestruturações societárias, do cometimento de irregularidades ou ilícitos ou da existência de vulnerabilidades nas pessoas jurídicas envolvidas; XV – monitoramento contínuo do programa de integridade visando seu aperfeiçoamento na prevenção, detecção e combate à ocorrência dos atos lesivos previstos no art. 5º da Lei nº 12.846, de 2013; e XVI – transparência da pessoa jurídica quanto a doações para candidatos e partidos políticos.



cumprimento de normas legais, regulamentos e políticas estabelecidos pela organização, com o intuito de mitigar riscos e responsabilidades.

Nesse sentido, atestam Marcia Carla P. Ribeiro e Patrícia Ditttrich F. Diniz (2015, p. 88) que o *compliance* “é uma expressão que se volta para as ferramentas de concretização da missão, da visão e dos valores de uma empresa”.

Complementando o assunto, Rudá Santos Figueiredo (2015, p. 117), em dissertação sobre o tema, salienta:

Compliance ou programa de comprometimento é instrumento de contenção de riscos, um meio para 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, com vistas a alcançar tal finalidade, 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 [...].

Ainda que o recorte deste artigo seja voltado para o âmbito empresarial, serão apresentados também alguns apontamentos do *compliance* em outros ramos da ciência jurídica, com o objetivo de apresentar os contornos gerais de instituto e oferecer uma melhor compreensão do assunto ao leitor. Como exemplo, na perspectiva do direito público, pode-se afirmar que um dos objetivos desse “conjunto procedimental” é a prevenção e combate dos crimes de corrupção (e outros atos atentatórios à administração pública), com o fim último de promover uma melhoria na qualidade de vida da população de uma eventual comunidade e o correto aporte de recursos por parte do Estado.

A corrupção é a antítese da democracia, pois a primeira é uma praga social que afronta as áureas regras civilizadoras, novas e antigas, daí a importância e a urgência de sua erradicação, destacando-se que uma democracia corrompida nada mais produz que um grotesco simulacro de justiça (FIGUEIREDO NETO; FREITAS, 2014).

Em razão da abrangência do instituto, fala-se inclusive em *compliance* de natureza pública (*public compliance*), como assevera Ricardo Breier (2015):

Desta feita, se agiganta como o grande desafio da Administração Pública brasileira na atualidade a implantação de programas de *compliance de natureza pública*, pormenorizadamente customizadas para a realidade estatal,



não apenas aproveitando a riqueza da experiência vitoriosa no combate à corrupção advinda do setor privado no além-mar, como igualmente criando estruturas responsáveis pela educação efetiva do gestor público, forte na criação de uma cultura de boa governança. Frisamos aí a palavra “efetiva”, uma vez que tudo o que foi feito até aqui simplesmente falou, não apenas pela falta de densidade em seu conteúdo, como pela ausência de sinceridade de propósitos na efetivação dos códigos de conduta. Aliás, nossa histórica é rica na produção de normas ‘para inglês ver’.⁸

Mister registrar que o *compliance* não pode ser entendido como mero ato de cumprimento de regulamentos por parte do agente, mas como verdadeira linha mestra de orientação da gestão da sociedade empresária. Seu alcance deve ter esse viés mais amplo, delimitando-se contornos que permitem a identificação de um *compliance* em sentido moderno, atrelado naturalmente à ideia de contenção de riscos e segurança jurídica. Acentuando esse aspecto do instituto, veja-se lição de Marcia Carla P. Ribeiro e Patrícia Dittrich F. Diniz (2015, p. 88):

Não se pode confundir o *Compliance* com o mero cumprimento de regras formais e informais, sendo seu alcance bem mais amplo, ou seja, “é um conjunto de regras, padrões, procedimentos éticos e legais, que, uma vez definido e implantado, será a linha mestra que orientará o comportamento da instituição no mercado em que atua, bem como a atitude dos seus funcionários [CANDELORO; RIZZO; PINHO, 2012, p. 30]. Será um instrumento responsável pelo controle dos riscos legais ou regulatórios e de reputação, devendo tal função ser exercida por um *Compliance Officer* [Diretor ou Agente de Compliance], o qual deve ser independente e ter acesso direto ao Conselho de Administração.

Sobre o Diretor de *Compliance* ou *compliance officer*, pontuam Ana Paula P. Candeloro, Maria Balbina M. de Rizzo e Vinícius Pinho (*apud* RIBEIRO; DINIZ, 2015, p. 88) que a Organização Internacional da Comissão de Valores – OICV (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) emitiu, em 2003, um documento (*The Function of Compliance Officer*), identificando essa figura como o agente responsável pelo aconselhamento de todas as linhas de negócios da instituição, assim como todas as áreas de suporte relacionadas à regulação local e políticas corporativas aplicáveis à indústria de

⁸ Veja-se outro interessante trecho da crítica do autor: “[...] o mesmo Estado brasileiro que exige legalmente das empresas que pretendam com ele contratar deterem rígidos programas internos de controle e integridade, não investe em programas de gestão preventiva anticorrupção. Pois a realidade é posta: o que existe são leis que visam represar a corrupção e órgãos fiscalizatórios de natureza eminentemente repressiva. No Brasil, infelizmente, há a cultura de “se chorar o leite derramado”, sendo que os códigos de conduta orientativo e preventivo existentes na Administração, visando ao controle dos atos administrativos, são absolutamente genéricos. Contenta-se apenas em reprisar conceitos legais já existentes, os quais são naturalmente amplos e abertos, sendo absolutamente ineficazes, como bem nos mostra o noticiário”.



atuação da organização, com o intuito de atingir altos padrões éticos de comportamento comercial. Dentre suas funções, destaca-se, ademais, o papel de coordenar, com outras áreas de controle, a comunicação efetiva com órgãos reguladores e facilitar a estruturação de produtos e desenvolvimentos de negócios, almejando encontrar soluções criativas e inovadoras para questões regulatórias e internas.

Considerando as lições acima quanto ao *compliance* moderno, pode-se afirmar que a origem do instituto dialoga com a era da globalização, momento em que surge uma sociedade de riscos. Ou seja, quando os objetivos produtivos dos agentes atuantes no mercado perseguem maiores lucros mediante menores custos, sem limitar-se às barreiras das fronteiras nacionais. Desse modo, é natural que se observe progressivamente mais tentativas de melhoria na contenção dos riscos, havendo a necessidade de se criar mecanismos de coerção para condutas que impliquem em perigos, ainda que presumidos ou abstratos. Nesse sentido, o “direito administrativo recrudescer, o direito penal se expande e são mitigados princípios desta seara como o da lesividade e da taxatividade”, com o intuito final de garantir os objetivos perseguidos (FIGUEIREDO, 2015, p. 117).

O amadurecimento do capitalismo, a facilidade no aporte de capitais, os avanços na tecnologia da informação, dentre outros fatores decorrentes do cenário globalizado, abriram margem para a ocorrência de complexas fraudes financeiras, que passaram a ser arquitetadas no interior das gigantescas estruturas dos grupos econômicos de atuação transnacional. Tais grupos econômicos são tão potentes que, algumas vezes, detêm riquezas maiores que os produtos internos brutos de alguns países. Com vistas a facilidade em seus negócios e na abertura de oportunidades além fronteiras, registraram-se (e registram-se) uma série de trocas de pagamentos e favores entre poder privado e agentes do governo, estabelecendo-se uma cadeia de corruptos e corruptores.

Em meio a esse cenário, situam-se os dirigentes e integrantes das sociedades, tais como os acionistas majoritários e minoritários, os administradores e empregados, todos compondo o corpo social, porém individualmente representados em seus interesses. Em outros termos, cada um deles com sua própria esfera de direitos, deveres e responsabilidades, objetivando realizar seu ofício, com a consequente obtenção de lucro ou remuneração, e proteger-se dos riscos e perdas patrimoniais e/ou pessoais.

Considerando-se que o agir do acionista controlador e do administrador, muitas vezes, representam o agir da própria sociedade, mormente em execução de deliberações



assembleares, adveio o *compliance* na tentativa de conformar suas atuações e propiciar segurança jurídica na delimitação de suas ações.

Como ilustrativo da exposição, veja-se a discussão no ordenamento jurídico norte-americano apresentada por Cynthia A. Williams (1998, p. 1266-67) acerca da possibilidade de violação de normas regulatórias na hipótese de carrear lucros para a sociedade.

Fifteen years ago, Professor (now Judge) Frank Easterbrook and Professor Daniel Fischel set out following proposition about corporate law compliance: ‘Managers have no general obligation to avoid violating regulatory laws, when violations are profitable to the firm... We put to one side laws concerning violence or other acts thought to be *malum in se* [...]. Easterbrook and Fischel’s view of corporate compliance with the law, which I call the ‘efficient breach’ view, has obvious intellectual connections to some aspects of law and economics and to the theory of efficient breach of contract, expanded to include efficient breach of public law [...]. I argue that the conception of law underlying ‘efficient breach’ is similar to the conception underlying ‘efficient compliance’, and that both understate the significance of law in a similar way, treating vast realms of law as simply a pricing scheme or set of tariffs on behavior. I call the underlying conception of law, which I am criticizing in this Article, the “law-as-price” view of law [...].

Nesse sentido, nota-se que o *compliance* tem amplas funções no âmbito jurídico. Do ponto de vista do direito público, atua como instrumento de contenção da corrupção e melhoria na qualidade de vida de toda uma sociedade. Por outro lado, do ponto de vista privado, melhora a gestão da sociedade, delimitando a esfera de deveres e responsabilidades de seus administradores e acionistas controladores, protegendo os direitos minoritários sem também torna-los abusivos. Entendido os contornos do instituto, por ter o presente artigo recorte na seara do direito empresarial, será examinada nos próximos itens a importância do papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) na implantação e delimitação dos contornos do *compliance* no Brasil.

3. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o seu papel de garantir o *compliance* e clarificar seus contornos

O Estado, como agente regulador da ordem econômica, tem a faculdade de intervir na atividade econômica nos casos estabelecidos em lei para incentivar, regular e planejar a



economia, conforme preceitua a própria Constituição Federal⁹. Assim sendo, em casos específicos, principalmente quando da defesa do interesse social, é facultado ao Estado interferir em determinadas atividades setoriais para organizá-las, de modo que não atentem contra o interesse público, à ordem econômica e à ordem social.

Assim, quando o Estado edita normas para regular determinada atividade, entende-se que ele intervém de maneira indireta, vez que apenas edita normas para assegurar que a atividade desenvolvida se adeque ao interesse social e para preservar a livre iniciativa e a concorrência.

No Brasil, a regulação existe desde a criação do Departamento de Aeronáutica Civil, em 1931, pelo Decreto nº 19.902, hoje substituído pela Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), criada em 2005. Já naquela época, o governo passou a regular as atividades do setor da aviação através da intervenção indireta.

Essa mesma modalidade de intervenção também é feita pelo Estado nas relações societárias através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que dita as regras do mercado de capitais. De outra sorte esse mesmo mercado também é regulado pela B3 (ex-BM&F Bovespa), pessoa jurídica de direito privado, que também determina as regras que devem ser seguidas pelas companhias listadas¹⁰.

Hoje em dia, a regulação estatal da atividade empresária foi fortalecida com o advento da Lei nº 12.486, de 2013 e do Decreto nº 8.420, de 2015, que versam sobre as medidas de combate à corrupção e sanções contra a prática de atos lesivos à administração pública nacional e estrangeira, dentre elas a responsabilização objetiva nas esferas civil e administrativa. No que tange o *compliance* empresarial, voltado aos deveres dos

⁹ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

§ 1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento.

§ 2º A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.

§ 3º O Estado favorecerá a organização da atividade garimpeira em cooperativas, levando em conta a proteção do meio ambiente e a promoção econômico-social dos garimpeiros.

§ 4º As cooperativas a que se refere o parágrafo anterior terão prioridade na autorização ou concessão para pesquisa e lavra dos recursos e jazidas de minerais garimpáveis, nas áreas onde estejam atuando, e naquelas fixadas de acordo com o art. 21, XXV, na forma da lei.

¹⁰ Companhia “listada” é a companhia aberta que obteve o registro perante a CVM e, também, a autorização da entidade organizadora dos mercados de bolsa de valores e de balcão organizado - a B3.



administradores, desde o ano de 1882 a legislação brasileira sobre companhias dispõe sobre suas responsabilidades e a ação para deles obter indenização pelos prejuízos¹¹.

De fato, a regulação pode ser exercida tanto pelo Estado como por entidades privadas. Nos casos em que o Estado é o agente regulador, temos a heterorregulação, já nos casos em que o mercado se regula, seja através de entidades privadas, seja pela própria atuação dos agentes do mercado, temos a autorregulação (FIGUEIREDO, 2015, p. 140-1).

Assim sendo, entende-se por regulação toda e qualquer medida adotada pelo Estado ou pelos agentes privados que objetivem organizar a realização de determinada atividade dentro de determinado setor, sempre com o objetivo de atender ao interesse social¹². Não obstante os diversos modelos e órgãos regulatórios, a CVM e a B3 interferem mais diretamente na responsabilidade dos administradores das companhias, uma vez que suas respectivas esferas de atuação se relacionam diretamente com uma das áreas da atividade empresária – o mercado de valores mobiliários – e podem estabelecer obstáculos ou exigências suplementares às legais para determinados atos por eles praticados.

A Comissão de Valores Mobiliários é autarquia federal, criada pela Lei nº 6.385, de 1976, cuja competência é a regulação do mercado de capitais brasileiro (art. 8º, I), conseqüentemente voltada para a fiscalização das companhias abertas.

Segundo Leonardo Vizeu Figueiredo (2015, p. 140-1):

¹¹ Nesse sentido, dispôs a Lei nº 3.180, de 4 de novembro de 1882, arts. 11 a 13.

Art. 11. Os administradores são responsáveis:

- a) À sociedade pela negligencia, culpa ou dolo com que se houverem no desempenho do mandato;
- b) À sociedade e aos terceiros prejudicados pelo excesso do mandato;
- c) À sociedade e aos terceiros prejudicados solidariamente, pelas infracções da presente lei e dos estatutos.

Parágrafo único. O acionista tem sempre salva a ação competente para haver dos administradores as perdas e danos resultantes da violação desta lei e dos estatutos.

A dita ação poderá ser intentada conjuntamente por dois ou mais acionistas.

Art. 12. O administrador, que tiver interesse oposto ao da companhia, em qualquer operação social, não poderá tomar parte na deliberação a respeito, e será obrigado a fazer o necessário aviso aos outros administradores, devendo disso lavar-se declaração na acta das sessões.

No caso de que se trata, a deliberação será tomada pelos demais administradores e pelos fiscais, à maioria de votos.

Art. 13. Os administradores que, na falta de inventario, ou não obstante o inventario ou por meio de inventario fraudulento, repartirem dividendos não devidos, são pessoalmente obrigados a restituir ao caixa social a soma dos mesmos dividendos e sujeitos, além disso, às penas criminais em que incorrerem.

¹² Segundo Vital Moreira, a regulação é “o estabelecimento e a implementação de regras para atividade econômica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objetivos públicos”. De maneira similar, Canotilho entende que “na moderna concepção de posicionamento estatal em relação à economia, o Estado assume uma postura de regulador das atividades econômicas podendo, inclusive, a regulação ser delegada a entidades administrativas independentes, não diretamente subordinadas ao poder político governamental, quando se fizer necessário”. *apud* FIGUEIREDO, 2015, p. 137).



Trata-se [a CVM] de entidade integrante da administração pública federal indireta, instituída sob a forma de autarquia, vinculada ao Ministério da Fazenda, pela Lei n. 6.385/1976. Tem por atribuições funcionais promover a regulamentação, desenvolvimento, controle e fiscalização do mercado de valores mobiliários do país.

Para tanto, a autarquia busca assegurar o regular funcionamento do mercado de capitais, edita instruções normativas para proteger determinados grupos de acionistas, tenta coibir fraudes ao mercado, prima pela transparência das informações prestadas pelas companhias ao mercado e estimula a adoção de comportamentos considerados desejáveis pelas companhias (idem, p. 408-9).

Com o fito de realizar o seu fim legal, a CVM pode se utilizar das suas atribuições legais, principalmente das dispostas nos incisos I e II do parágrafo terceiro do artigo 2^o¹³, bem como nas alíneas “a” a “c” do inciso IV do artigo 4^o¹⁴ da mesma lei e das Instruções Normativas que expede regularmente. Assim sendo, a CVM pode editar e publicar instruções normativas que versem sobre a forma das companhias emissoras de títulos, restringindo-a às sociedades anônimas; e que determinem que as demonstrações financeiras das companhias sejam auditadas por auditores externos independentes registrados junto a CVM, por exemplo.

Além disso, é dever da CVM editar regras que protejam os acionistas de condutas ilegais adotadas por administradores e controladores das companhias. Entende-se que é nesse sentido que a regulação exercida pela CVM se aproxima dos objetivos das disposições reguladoras da responsabilidade dos controladores e administradores (arts. 117 e 158 da Lei n^o 6.404/76), vez que a eles impõe o dever de respeito aos demais sócios e, conseqüentemente, possibilita a aplicação de sanções nos casos de inobservância das normas editadas.

As regras e sanções aplicadas pela CVM estão dispostas na Lei n^o 6.385, de 1976, e nas Instruções Normativas emitidas pela autarquia, que se aplicam a todas as sociedades que comercializam títulos no mercado de valores mobiliários. Assim, a CVM determina quais

¹³ Art. 2^o. [...] § 3^o. Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

¹⁴ Art. 4^o O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
a) emissões irregulares de valores mobiliários;
b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.



condutas devem ser coibidas dentro das companhias, tendo como maior foco: (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (iii) a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iv) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (v) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (vi) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (vii) a auditoria das companhias abertas; e (viii) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários¹⁵.

Caso descumpridas as normas contidas nas instruções normativas, a CVM poderá aplicar diversas penalidades aos infratores. Segundo a Lei nº 6.385, de 1976, tais penalidades são: (i) advertência; (ii) multa, que não poderá exceder o valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular e três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; (iii) suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (iv) inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; (v) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (vi) cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (vii) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (viii) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários¹⁶.

As penalidades listadas nos itens (iii) a (viii) do parágrafo anterior somente podem ser aplicadas se o ato ilícito praticado pelo infrator for considerado “infração grave”¹⁷ ou em caso de reincidência, nos termos do que dispõem os parágrafos 2º e 3º do art. 11 da Lei n. 6.404/76.

Há, assim, a clara possibilidade de punição pela CVM dos administradores das companhias abertas pela prática de ato em desconformidade com a lei e com os atos

¹⁵ Art. 1º da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁶ Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁷ A Instrução Normativa CVM 491, de 22 de fevereiro de 2011, dispõe sobre as hipóteses de infração grave, nos termos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.



administrativos emitidos pela autarquia. É importante, entretanto, ressaltar que tais punições podem ser suspensas a critério da CVM caso o infrator se comprometa a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. Essas medidas são, em tese, acompanhadas pela CVM e, se descumpridas, ensejam o fim da suspensão concedida¹⁸.

É interessante notar a delimitação do conceito de ato ilícito da conduta a ser apurada pela CVM. Diferentemente do regime geral de responsabilidade civil, a noção de ato ilegal previsto na Lei nº 6.385/76 circunscreve-se ao mercado de capitais, isto é, a CVM não detém competência para punir administradores de companhias abertas por atos que não estejam envolvidos ao regime legal do mercado. Nesse sentido, mesmo diante de violação da Lei Anticorrupção brasileira, caso não implique em descumprimento da Lei nº 6.404/1976 e dos atos administrativos editados pela CVM, a autarquia nada pode fazer.

Examinando essa situação, atestam Rafael Mendes Gomes, Priscila Akemi Beltrame, João Vicente Lapa de Carvalho (2015, p. 553):

Considerando que as normas anticorrupção e as normas que disciplinam o mercado de capitais tem escopos bem diferentes, entendemos que tal hipótese tem maior probabilidade de ocorrer quando a violação da Lei nº 12.846/2013 se dá por meio de ato do administrador que procede com violação aos seus deveres fiduciários. Nesse caso, portanto, e ao contrário da responsabilidade na esfera civil, os deveres legais cujo descumprimento permite qualificar de ilícita a conduta dos administradores corporificam padrões de comportamento, de forma que à CVM compete confrontar o ato ou omissão do administrador à conduta que dele seria razoavelmente esperada, tendo em vista a elaboração, a partir de cláusulas gerais, da regra de conduta aplicável ao caso concreto.

Para demonstrar na prática o papel da CVM na aplicação de sanções, examina-se o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4608, instaurado em face da sociedade Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, gestora do Fundo de Investimento Diferencial Renda Fixa Longo Prazo, e Leonardo Paes Borba, diretor responsável pela administração das carteiras de valores da companhia.

¹⁸ Segundo o art. 11, §§ 7º e 8º, da Lei nº 6.385, de 1976, “o termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial.”, o termo não importará em confissão da matéria de fato e da ilicitude dos atos praticados e “não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis”.



Conforme acusação, a sociedade e seu gestor teriam violados os deveres de diligência e lealdade para com os cotistas ao adquirir: (i) Letras Financeiras (LFs) para a carteira do Fundo a preços superiores em relação às operações com o mesmo ativo nas mesmas datas; e (ii) Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs) com lastro em relatório de avaliação preliminar e com prazo de validade vencido, ambas as condutas em violação ao art. 65-A, I, da Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004¹⁹.

Após investigações, o Colegiado da CVM, por unanimidade de votos, acompanhou o voto do relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, entendendo que os elementos colhidos no caso atestavam a veracidade da acusação, tendo o relator destacado que, pelas características das aquisições de LFs, a companhia almejou obter lucro indevido utilizando-se do Fundo do qual era gestora:

Estou certo, diante das características das operações, que a Diferencial CTVM desejou exclusivamente obter lucro utilizando-se indevidamente do Fundo do qual era Gestora, e, ao se interpor entre ele e o vendedor, impôs-lhe um custo adicional e desnecessário na compra das LF, causando sim, a despeito da negativa do Acusado Leonardo Paes Bora, um prejuízo para os cotistas resultante do ingresso no patrimônio do Fundo de títulos a preços superiores aos que efetivamente deveriam prevalecer caso as compras fossem realizadas diretamente do vendedor de mercado.

Tal comportamento denota a clara intenção da Diferencial CTVM de colocar seus interesses acima dos interesses do Fundo do qual era gestora, e conseqüentemente dos cotistas, em nítida violação às regras de fidúcia a que estava sujeita (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários, 2016, p.16-7).

Em relação às CCIs, destacou o relator não haver dúvidas de que a sociedade gestora e seu diretor estavam cientes da natureza preliminar do relatório, com prazo de validade vencido, tendo sido frisado que a observância das regras de obrigatoriedade da avaliação de riscos (*rating*) é indispensável para “a tomada consciente de decisão do investidor” (idem, p,

¹⁹ Art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004, introduzido pela Instrução CVM nº 450/2007: “O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – Exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e fundos, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – Exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressaltando o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; III-empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

Parágrafo único. O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor do fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido”.



18). Portanto, ao adquirir CCIs para o Fundo amparado em relatório preliminar e vencido, a sociedade induziu ao erro o cotista, criando risco adicional e desnecessário.

Diante dos fatos ocorridos, a CVM condenou a sociedade gestora à multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (limite máximo), com lastro no art. 11, II, c/c o parágrafo 1º e inciso I, todos da Lei nº 6.385/76, por violação ao art. 65-A, I, da Instrução CVM 409/2004. Em relação ao diretor, a CVM o condenou à pena de proibição temporária de 15 anos para atuar na condição de administrador de carteiras de valores mobiliários, com base no art. 11, VII, da Lei nº 6.385/76, em razão da mesma violação.

Percebe-se que a autarquia detém uma importância na delimitação dos deveres e responsabilidades dos administradores. Por meio de seus julgados administrativos, conceitos são interpretados, os elementos de cada dever são examinados, bem como as defesas e obstáculos para cada um deles. Além disso, o órgão ocupa destaque também no papel de sancionador, a fim de que, atuando em conjunto com outras entidades do ordenamento pátrio, preserve a eficácia das normas voltadas a regular o adequado funcionamento do mercado de capitais e, indiretamente, os deveres fiduciários dos administradores.

Vê-se, portanto, que ao delimitar a atuação de agir dos administradores, oferecendo como lastro os deveres previstos na Lei nº 6.404/76 (ex: diligência, lealdade, sigilo e informação), a CVM atua como importante órgão de proteção do *compliance*, alterando o agir da própria sociedade empresária. A coerção do ponto de vista administrativo, conjugada com a proteção legal e judicial, majora a eficácia do instituto, preservando assim as finalidades almejadas.

4. A B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), o mercado de capitais e o *compliance*

No ano 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (então denominada Bovespa) criou o Novo Mercado, que classifica as companhias em níveis diferenciados de acordo com a adoção de boas práticas de governança corporativa. 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 (Nível 1, Nível 2, e Novo Mercado)²⁰.

Desse modo, as sociedades interessadas em ingressar em determinado nível devem seguir as regras do Novo Mercado. Em contrapartida, quanto mais adequada às normas do Novo Mercado é a companhia e quanto melhor é a sua classificação na B3, a tendência é de maior valorização das suas ações. Assim, entende-se que a B3 exerce atividade regulatória na medida em que cria regras que devem ser cumpridas pelos agentes que participam do mercado e essas regras impõem padrões de comportamento e implicam em sanções, caso descumpridas pelas sociedades.

De acordo com o seu Estatuto, a B3 é uma pessoa jurídica de direito privado constituída na forma de sociedade anônima, cuja finalidade é regular o comércio de valores no mercado de capitais. Assim, dentre as competências da B3 estão a regulação e a fiscalização do mercado de capitais para preservar a sua estabilidade e desenvolvimento. Para regular o mercado, a B3 emite regulamentos, resoluções, ofícios circulares e roteiros que contém as normas a serem observadas pelos agentes que atuam no mercado de capitais.

A apreciação e julgamento dos processos advindos do descumprimento das normas da B3 são de competência da BSM (BM&F Bovespa Supervisão de Mercados)²¹, associação que integra o grupo da B3 e a quem é estatutariamente conferida tal atribuição. Entretanto, a competência da B3 não se esgota na verificação do cumprimento das normas expedidas pela própria companhia. Pelo contrário, como agente de autorregulação, deve a B3 observar e corrigir todo e qualquer comportamento potencialmente lesivo ao mercado de capitais

²⁰ “O Novo Mercado foi lançado no ano de 2000 e é um conjunto de companhias que se encontra no nível mais avançado de governança corporativa. O Novo Mercado adota voluntariamente práticas de governança corporativa, além das obrigações legais. O principal ponto do Novo Mercado é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, ou seja, as assembleias de acionistas só podem emitir ações com direito a voto”. SMETANA, Tais Bastos e Santos. *Os processos administrativos sancionadores julgados pela CVM e sua relação com o Compliance: um estudo com as empresas listadas no índice de governança corporativa*. Dissertação apresentada ao programa da PUC/SP como requisito de obtenção do título de mestre em ciências contábeis. Disponível em: < <https://sapiencia.pucsp.br/handle/handle/1612>>. Acesso em: 24.03.2017, p. 44.

²¹ Segundo o Estatuto Social da BSM, compete ao órgão analisar e fiscalizar “o cumprimento das normas legais, regulamentares e operacionais emitidas pelos órgãos reguladores e autorreguladores a que estejam sujeitos os Participantes e as áreas operacionais da BM&FBOVESPA, inclusive em relação à fiscalização do cumprimento das obrigações dos Emissores, apontando as deficiências verificadas no cumprimento das referidas normas e acompanhando os programas e as medidas adotadas para saná-las”; “instaurar, instruir, conduzir e julgar processos administrativos e disciplinares para apurar as infrações às normas cujo cumprimento lhe incumbe fiscalizar”; “aplicar, no limite de sua competência, penalidades em caso de infrações às suas próprias normas e às normas legais, regulamentares e operacionais e julgar os recursos contra as penalidades aplicadas”; “julgar as reclamações dirigidas por investidores ao MRP, nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM”; e “estabelecer as normas e os regulamentos necessários ao desempenho de suas funções”.



brasileiro, de forma que pode a companhia punir os atos em desconformidade com a lei, as normas da CVM e com os seus próprios regulamentos que afrontem as boas condições do mercado de capitais.

Como exemplo das penalidades que podem ser aplicadas, pode ser observado o regulamento de sanções da BOVESPA MAIS. Segundo o referido documento, o descumprimento das normas contidas no Regulamento de Listagem²² pode acarretar o sancionamento da companhia, dos administradores e acionistas e do acionista controlador, a depender da situação específica²³. Nesse caso, a competência para a análise das defesas, bem como para a aplicação das punições é da Diretoria de Regulação de Emissões da B3.

Para a aplicação das sanções, a BSM considera, como Conselho de Administração, todos os conselheiros que compõem o órgão, excluído aquele que tenha manifestado sua discordância sobre o fato em confronto com as normas, e, como Diretoria, todos os diretores que tiverem atribuição sobre a matéria.

As sanções impostas pela BSM, no ano de 2017, variam entre R\$ 5.950,00 (cinco mil novecentos e cinquenta reais), que pode ser aplicada aos administradores, até R\$ 297.503,00 (duzentos e noventa e sete mil quinhentos e três reais), imposta aos acionistas controladores e administradores, ou 30% do valor das ações negociadas, nos casos de não observância do “lock up”, ou valor correspondente a 50% (cinquenta por cento) das ações em circulação, nos casos de oferta de cancelamento de registro da companhia, sem a devida observância das regras de apuração e do valor econômico, além da inabilitação para o exercício dos cargos de administrador pelo prazo de até 10 (dez) anos²⁴. Todas as multas aplicadas pela BSM, entretanto, podem ser reduzidas em 50% (cinquenta por cento) caso o infrator opte pelo pagamento em até 10 (dez) dias após notificado da infração.

A atuação da B3 e de outros órgãos do mercado de capitais (ex: CVM) vem sendo determinante na mudança de cultura no Brasil, impondo maior respeito à governança corporativa e elaboração de programas de integridade sérios e eficientes no seio das companhias. Nesse sentido, sublinha Mona Clayton (2013, p. 153):

²² Documento que determina as normas e procedimentos para que determinada companhia ingresse em um nível de mercado.

²³ Item 3.1 do Regulamento de aplicação de sanções pecuniárias no BOVESPA MAIS, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014FEFE4D1A57219>. Acesso em 21/4/2017.

²⁴ As sanções acima listadas são meramente exemplificativas. A lista completa de sanções aplicáveis pode ser encontrada no Anexo I do BOVESPA MAIS, do BOVESPA MAIS NÍVEL 2, do NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, do NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, e do NOVO MERCADO. Outras sanções também podem ser encontradas no Estatuto Social da BSM, nos artigos 30 e 31.



Embora algumas empresas familiares brasileiras tenham se tornado organizações relativamente grandes, muitas ainda não implementaram sistemas de controles internos e elementos básicos de *Compliance*, como códigos de conduta e canal de denúncias.

Mudanças estão correndo nesse cenário. 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 e órgãos de financiamento. A preocupação com os níveis de governança corporativa tem crescido significativamente no Brasil durante a última década, no entanto ainda há espaço para melhorias.

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.

5. Conclusão

Como visto ao longo deste artigo, o *compliance* no âmbito do direito empresarial é um instrumento que visa garantir o cumprimento das normas e regulamentos por certas entidades, notadamente as companhias abertas. Tal programa de integridade, instituído voluntariamente pelos sócios ou acionistas ou por força da adesão a um regulamento estatutário, dialoga com os mecanismos de governança corporativa e é fundamental para a prevenção de desvios que possam vir a ser praticados.

Um programa de integridade corretamente planejado e executado na companhia não só vai servir como importante instrumento de prevenção da corrupção (interesse público), bem como de melhor delimitação da esfera de deveres e responsabilidades de administradores e acionistas majoritários (interesse privado), pautando seu agir e conformando os interesses de minoritários e majoritários.



A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a B3 possuem um papel de suma importância nesse contexto. Ao regularem, no âmbito de suas competências, a atividade privada dos agentes que atuam no mercado de valores mobiliários, essas entidades expedem diretrizes administrativas, que auxiliam na delimitação do conceito do instituto, bem como exercem verdadeiro poder de polícia sobre as sociedades empresárias.

As regras introduzidas pelo Novo Mercado incentivam a implementação de efetivos programas de integridade e técnicas de governança corporativa nas companhias, a fim de que estas possam ter valores mobiliários listados e valorados no mercado de capitais.

É evidente que a atuação dessas entidades precisa estar em consonância com outras esferas do direito e do Estado. Não há dúvidas de que a elaboração da Lei nº 12.846/2013 e sua regulamentação pelo Decreto nº 8.420/2015 são de vital importância para o *compliance*, conferindo ao instituto amparo legal. Todavia, frisa-se uma vez mais, que são esferas de atuação distintas, já que estes diplomas têm por finalidade dispor sobre a responsabilização objetiva, administrativa e civil, de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Desse modo, conciliando o combate à corrupção no âmbito dos diplomas legais, acompanhado do importante papel do poder judiciário e dos órgãos de controle na aplicação de sanções cíveis, penais e administrativas, a atuação dos órgãos de regulação do mercado (CVM e B3) só trará ganhos ao país.

A autorregulação (caso da B3) e a heterorregulação (caso da CVM) oferecem maior segurança jurídica às sociedades empresárias e seus dirigentes, bem como possibilitam prevenir ou minorar os efeitos deletérios da perda de capital e desinvestimentos oriundos da corrupção, que tanto castiga a sociedade brasileira. A união de esforços é meio mais eficiente de superação do problema.

6. Referências

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/4608. Relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgamento em 26/4/2016. Extrato de julgamento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160426_PAS_RJ20144608.pdf>. Acesso em: 31.03.2017, pp. 16-17



BREIER, Ricardo. Implementação de programas de compliance no setor público é um desafio. *Revista Consultor Jurídico* (“Conjur”). Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2015-ago-20/ricardo-breier-compliance-setor-publico-desafio-pais>>. Acesso em: 16.01.2017.

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

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de Sociedade Anônima*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v.3.

____ (org.); PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial*. – mercado de capitais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. v. 6.

CLAYTON, Mona. Entendendo os desafios de Compliance no Brasil: um olhar estrangeiro sobre a evolução do Compliance anticorrupção em um país emergente. In: DEBBIO, Alessandra Del; MAEDA, Bruno Carneiro; AYRES, Carlos Henrique da Silva (Coords.). *Temas de Anticorrupção & Compliance*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 149-166.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: direito de empresa*. 18.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v.2.

COELHO, Wanda de Mello Brandão Pires. Governança e prevenção de responsabilidade. In: SAAD-DINIZ, Eduardo; ADACHI, Pedro Podboi; DOMINGUES, Juliana Oliveira (Orgs.) *Tendências em governança corporativa e compliance*. São Paulo: LiberArs, 2016, pp. 77-83.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 56, out/dez. 1984, p 47-62.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de direito econômico*. 8.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

FIGUEIREDO, Rudá Santos. *Direito de Intervenção e Lei 12.846/2013: A Adoção do Compliance como Excludente de Responsabilidade*. Dissertação apresentada ao Curso de pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para obtenção do grau de mestre em Direito. Salvador, março de 2015. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/ri/bitstream/ri/17475/1/Dissertacao%20rud%C3%A1%20figueiredo.pdf>>. Acesso em: 01.02.2017.

GOMES, Rafael Mendes; BELTRAME, Priscila Akemi; CARVALHO, João Vicente Lapa de. Compliance Empresarial: Novas Implicações do Dever de Diligência. In CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (Coord.). *Mercado Financeiro & de Capitais: tributação e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 531-557.

MANZI, Vanessa Alessi. *Compliance no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2008.





MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo; FREITAS, Rafael Vêras. *A juridicidade da Lei Anticorrupção – Reflexões e interpretações prospectivas*. Disponível em: <http://www.editoraforum.com.br/ef/wp-content/uploads/2014/01/ART_Diogo-Figueiredo-Moreira-Neto-et-al_Lei-Anticorrupcao.pdf>. Acesso em 05.06.2015.

OLIVEIRA, Daniele de Lima. *Deveres e responsabilidade dos administradores da S/A*. Dissertação de mestrado apresentada na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de mestre, concentração na área de Direito empresarial. Disponível em <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/arqs/cp060013.pdf>>. Acesso em: 23.01.2017.

PARENTE, Flávia. *O dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v.2.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; DINIZ, Patrícia Dittrich Ferreira. Compliance e Lei Anticorrupção. *Revista de Informação Legislativa*. Brasília: Senado Federal. Ano 52, n. 205, jan./mar. 2015, p. 87-105. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/509944/001032816.pdf?sequence=1>>. Acesso em 25.01.2017.

RUGGIERO, Leandro Cavalca. Governança e responsabilidade dos administradores. In: SAAD-DINIZ, Eduardo; ADACHI, Pedro Podboi; DOMINGUES, Juliana Oliveira (Orgs.) *Tendências em governança corporativa e compliance*. São Paulo: LiberArs, 2016, p. 123-127.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade do Administradores de S.A. – Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SMETANA, Tais Bastos e Santos. *Os processos administrativos sancionadores julgados pela CVM e sua relação com o Compliance: um estudo com as empresas listadas no índice de governança corporativa*. Dissertação apresentada ao programa da PUC/SP como requisito de obtenção do título de mestre em ciências contábeis. Disponível em: <<https://sapientia.pucsp.br/handle/handle/1612>>. Acesso em: 24.03.2017.

WILLIAMS, Cynthia A. Corporate Compliance with the Law in the Era of Efficiency. *North Carolina Law Review*, v. 76, n. 4, 1998, p. 1266-1385. Disponível em: <<http://scholarship.law.unc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3753&context=nclr>>. Acesso em: 01.02.2017.