

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SERGIO LUIZ BEGGIATO JUNIOR

DESVIO DE CONDUTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: UMA ANÁLISE
A PARTIR DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3

CURITIBA

2025

SÉRGIO LUIZ BEGGIATO JUNIOR

DESVIO DE CONDUTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: UMA ANÁLISE
A PARTIR DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, no Programa de Pós-Graduação em Administração, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Abib

CURITIBA

2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Beggiato Junior, Sérgio Luiz

Desvio de conduta no mercado de capitais brasileiro : uma análise a partir dos segmentos especiais de listagem da B3 / Sérgio Luiz Beggiato Junior . - 2025.

1 recurso on-line: PDF.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Orientador: Profe. Dr. Gustavo Abib.

1. Administração. 2. Conduta. 3. Governança corporativa - Brasil. 4. Mercado de capitais. I. Abib, Gustavo. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ADMINISTRAÇÃO -
40001016025P6

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ADMINISTRAÇÃO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **SERGIO LUIZ BEGGIATO JUNIOR**, intitulada: **DESVIO DE CONDUTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: UMA ANÁLISE A PARTIR DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3**, sob orientação do Prof. Dr. GUSTAVO ABIB, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 12 de Março de 2025.

Assinatura Eletrônica

30/03/2025 16:24:44.0

GUSTAVO ABIB

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

28/03/2025 16:18:27.0

NATÁLIA RESE

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

28/03/2025 14:24:56.0

VINICIUS KLEIN

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

RESUMO

O desvio de conduta é um fenômeno aparentemente universal, presente em organizações de diferentes portes e setores econômicos, e o mercado de capitais revela-se um terreno bastante fértil para fraudes corporativas de variadas naturezas. Existem diversas correntes teóricas que buscam explicar as causas e origens de *misconduct* organizacional, e nos últimos anos vem ganhando força a perspectiva de que o desvio de conduta é algo “normal”, inerente às organizações; essa posição se contrapõe às teorias que enxergam o *wrongdoing* como algo “anormal”, patológico, praticado apenas por agentes com personalidade desviante. A partir desta visão, o presente trabalho se propôs a responder à seguinte pergunta de pesquisa: quais são os fatores que explicam os episódios de desvio de conduta nos segmentos especiais de listagem do mercado de capitais brasileiro? A fim de alcançar a resposta ao problema apresentado, foi realizada a revisão sistemática da literatura sobre o desvio de conduta organizacional, que serviu de base para o estudo de casos ocorridos no mercado de capitais brasileiro. Os casos selecionados dizem respeito a empresas listadas em segmentos especiais de listagem da B3, que são aqueles que contêm regras de governança corporativa mais rigorosas (e, em tese, trazem maiores proteções aos investidores); e, a partir da análise de conteúdo das decisões da Comissão de Valores Mobiliários que julgaram cada caso, foram extraídos elementos que permitissem confrontar os fatos com a teoria do *normal organizational wrongdoing*, a fim de compreender as causas do desvio de conduta no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Desvio de conduta organizacional. Governança Corporativa. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

Misconduct is a seemingly universal phenomenon, present in organizations of different sizes and economic sectors, and the capital market reveals itself to be a very fertile ground for corporate fraud of various natures. There are several theoretical currents that seek to explain the causes and origins of organizational misconduct, and in recent years the perspective that misconduct is something "normal", inherent to organizations has been gaining strength; this position is opposed to theories that see wrongdoing as something "abnormal", pathological, practiced only by agents with a deviant personality. From this perspective, the present work proposed to answer the following research question: what are the factors that explain the episodes of misconduct in the special listing segments of the Brazilian capital market? In order to reach the answer to the problem presented, a systematic review of the literature on organizational misconduct was carried out, which served as the basis for the study of cases that occurred in the Brazilian capital market. The selected cases concern companies listed in special listing segments of the B3, which are those that contain more rigorous corporate governance rules (and, in theory, bring greater protection to investors); and, from the content analysis of the decisions of the Securities and Exchange Commission that judged each case, elements were extracted that allowed to confront the facts with the theory of normal organizational wrongdoing, in order to understand the causes of misconduct in the Brazilian capital market.

Keywords: Organizational misconduct. Corporate governance. Capital market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. As duas perspectivas sobre organizational wrongdoing (PALMER, 2012). 16

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DA REVISÃO DA LITERATURA	22
Tabela 02: ARTIGOS SELECIONADOS PARA REVISÃO SISTEMÁTICA.....	22
Tabela 03: CRIMES DE COLARINHO BRANCO NO BRASIL	28
Tabela 04: COMPARATIVO DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM.....	39
Tabela 05: DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS	46
Tabela 06: CASOS DE <i>MISCONDUCT</i> EM EMPRESAS INTEGRANTES DE SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM.....	55
Tabela 07: CÓDIGOS UTILIZADOS NO ATLAS.TI	56
Tabela 08: DESVIO DE CONDUTA NO NOVO MERCADO	66
Tabela 09: DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 2.....	69
Tabela 10: DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 1.....	75

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.2. OBJETIVOS	12
1.2.1. Objetivo geral	12
1.2.2. Objetivos específicos	12
1.3. JUSTIFICATIVAS TEÓRICA E PRÁTICA.....	12
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	15
2.1. O <i>NORMAL ORGANIZATIONAL WRONGDOING</i>	15
2.2. <i>MISCONDUCT</i> E <i>WRONGDOING</i>	20
2.3. PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO.....	27
2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA	33
2.4.1. Teoria da agência	34
2.4.2. Governança corporativa.....	36
2.5. SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3	38
3. METODOLOGIA.....	45
3.1. DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS	45
3.2. COLETA DE DADOS.....	46
3.3. ANÁLISE DOS DADOS.....	48
3.4. VALIDADE E CONFIABILIDADE	50
3.4.1. Validade	50
3.4.2. Confiabilidade	51
4. DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	54
4.1. SELEÇÃO DOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES	54
4.2. CODIFICAÇÃO DOS DADOS PELO ATLAS.TI	55
4.3. DESVIO DE CONDUTA NO NOVO MERCADO	57
4.4. DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 2.....	66
4.5. DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 1.....	69
4.6. O PAPEL DA CVM NA DEFINIÇÃO DO MISCONDUCT.....	75
4.7. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	76
5. CONCLUSÃO.....	79
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	82
ANEXO I.....	92
Tabela: Classificação dos Processos Administrativos Sancionadores	92

1. INTRODUÇÃO

O desvio de conduta (que, neste trabalho, também será tratado por *wrongdoing* e *misconduct*, de maneira indistinta) é um tema que vem recebendo um crescente interesse do campo dos estudos organizacionais (UNSAI; BRODMANN, 2021), diante da compreensão de que é um fenômeno inerente às organizações – e não “externo” a elas (LINSTEAD; MARÉCHAL; GRIFFIN, 2014).

E, por se tratar de um fenômeno “ubíquo” (GABBIONETA et al., 2019), é natural que casos de desvio de conduta também ocorram no mercado de capitais, e há literatura a respeito de escândalos envolvendo empresas listadas em bolsas de valores no mundo todo, como por exemplo a Enron (NIX; DECKER; WOLF, 2021), a *WorldCom* (SCHARFF, 2005) e a Volkswagen (MEDEIROS, 2019).

Nos últimos anos, o noticiário brasileiro foi inundado com matérias sobre escândalos corporativos: grandes operações como Banestado e Lava Jato, por exemplo, investigaram episódios de corrupção envolvendo o setor público (MARONA; KERCHÉ, 2021).

Por outro lado, escândalos como o do Grupo X (do empresário Eike Batista), da IRB ou das Lojas Americanas, recentemente, geraram desconfiança no mercado de capitais, especialmente ao considerar que a IRB e as Lojas Americanas eram integrantes do segmento especial de listagem chamado de “Novo Mercado”, com exigências mais rigorosas de governança corporativa (ESTADÃO CONTEÚDO, 2023).

O “Novo Mercado” é um dos segmentos especiais de listagem da B3 (ao lado do Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2), que reúne empresas que voluntariamente aderem a regras mais rigorosas de governança corporativa do que aquelas previstas na legislação brasileira (B3, 2024a) e, teoricamente, deveriam oferecer maiores proteções aos investidores (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Essa maior proteção deriva(ria) do fato de que a governança corporativa tem por finalidade estabelecer sistemas que estabeleçam restrições e controles sobre os administradores de organizações (CLARKE, 2004), uma preocupação mais relevante quando se considera a característica do mercado de capitais e das grandes corporações modernas, que é a dissociação entre a propriedade e o controle (FAMA; JENSEN, 1983).

Porém, diante dos citados escândalos corporativos ocorridos em empresas que faziam parte do Novo Mercado, percebe-se que mesmo instrumentos em tese

mais rigorosos de governança corporativa são incapazes de evitar a prática de atos de desvio de conduta.

Isso demonstra, por um lado, a necessidade de aprimoramento dos mecanismos regulatórios relacionados ao mercado de capitais brasileiro; e, de outro, são um convite para a investigação acadêmica a respeito da temática do desvio de conduta no mercado de ações no Brasil.

Para tanto, será realizada, inicialmente, a discussão a respeito dos conceitos de *wrongdoing* e *misconduct* e, após, será apresentado o levantamento da bibliografia relacionada ao *misconduct* organizacional, a fim de identificar eventuais definições utilizadas pela literatura, bem como o (possível) enquadramento dos trabalhos analisados sob a perspectiva do *normal organizational wrongdoing*, proposto por Donald Palmer (PALMER, 2012).

Na sequência, serão apresentados os conceitos necessários para compreender as discussões a respeito do mercado de capitais, notadamente a Teoria da Agência, Teoria dos Custos de Transação e Governança Corporativa, além de ser apresentado o conceito de *white collar crime* (e seu desdobramento na legislação brasileira), bem como o funcionamento dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira, a B3.

Na seção seguinte, será apresentada a metodologia utilizada para responder à pergunta de pesquisa, por meio da análise de conteúdo proposta por KRIPPENDORFF. A metodologia será empregada no estudo de casos de desvio de conduta no mercado de capitais brasileiro, a partir de julgamentos realizados no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Por fim, no capítulo de análise de dados serão trazidas as discussões relativas aos casos selecionados (em um total de 13), com a interlocução entre as teorias apresentadas e os trechos mais relevantes dos votos da CVM, a fim de demonstrar de que maneira a proposta teórica de PALMER pode auxiliar na interpretação dos casos de desvio de conduta identificados.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

A presente pesquisa pretende responder à seguinte questão: quais são os fatores que explicam os episódios de desvio de conduta nos segmentos especiais de

listagem do mercado de capitais brasileiro, segundo a Comissão de Valores Mobiliários?

1.2. OBJETIVOS

Considerando o contexto apresentado acima, que demonstra a importância do estudo do *misconduct* organizacional, este trabalho possui como objetivos geral e específico os seguintes:

1.2.1. Objetivo geral

- Identificar, a partir do *framework* proposto por PALMER (2012), quais os fatores explicativos dos episódios de desvio de conduta no mercado de capitais brasileiro julgados pela CVM, com um recorte a partir dos segmentos especiais de listagem da B3.

1.2.2. Objetivos específicos

- Reunir a jurisprudência da Comissão de Valores Imobiliários sobre casos de desvio de conduta em companhias abertas;
- Selecionar os episódios ocorridos em empresas integrantes de um dos segmentos especiais de listagem da B3 à época dos fatos;
- Identificar nas decisões os elementos explicativos dos episódios de desvio de conduta, com seus antecedentes (“causas”);
- Classificar os episódios de desvio de conduta a partir do *framework* proposto por PALMER (2012);
- Apontar os principais fatores explicativos dos episódios de desvio de conduta no mercado de capitais do Brasil.

1.3. JUSTIFICATIVAS TEÓRICA E PRÁTICA

Esta pesquisa pretende contribuir com a literatura de estudos organizacionais, ao oferecer uma análise dos episódios de desvio de conduta no mercado de capitais

brasileiro a partir do *framework* proposto por PALMER (2012). Trata-se, ademais, de um problema complexo que exige diferentes lentes de análise (MCDONNELL; NURMOHAMED, 2021), razão pela qual este trabalho busca agregar a teoria jurídica à perspectiva organizacional para ampliar a compreensão sobre os fatores explicativos do desvio de conduta.

A pesquisa endereça lacunas teóricas específicas na literatura envolvendo desvio de conduta, governança corporativa e mercado de capitais, especialmente a partir do *framework* teórico utilizado neste trabalho. Mesmo dentre os artigos localizados que trataram de desvio de conduta no mercado de capitais, poucos são aqueles que o fazem sob a ótica da governança corporativa (HU, 2023; MITCHELL; PACKARD; CLARK, 2022; POZNER; MOHLIVER; MOORE, 2019; SAKAWA; WATANABEL, 2022).

Um problema recorrente na literatura de estudos organizacionais é o fato de que a maior parte da bibliografia é produzida por acadêmicos oriundos de sociedades ditas “desenvolvidas” (notadamente na América do Norte), tendo por objeto de estudo pessoas e organizações localizadas nos respectivos contextos sociais (PALMER; SMITH-CROWE; GREENWOOD, 2016).

Esta lacuna fica evidente quando verificamos que, dos 151 artigos incluídos na revisão sistemática elaborada neste trabalho (ver Capítulo 2), apenas um estava em língua portuguesa (MEDEIROS, 2019), e tratava de fraude corporativa praticada pela Volkswagen (o chamado “Dieselgate”). Nenhum dos artigos debruçava-se sobre o mercado de capitais brasileiro, em geral, e os segmentos especiais de listagem da B3, em particular.

No âmbito da produção científica nacional, não foram identificadas pesquisas que tenham realizado a análise dos episódios de desvio de conduta a partir do recorte dos segmentos especiais de listagem da B3 – ainda que recentes escândalos corporativos em empresas listadas no Novo Mercado tenham trazido luz ao tema (OLIVEIRA; QUEIROZ, 2023).

Ao realizarmos a busca na plataforma Spell por artigos que tenham estudado o Novo Mercado, por exemplo, foram localizados 38 (trinta e oito) trabalhos, dos quais apenas 3 (três) continham discussões com temas relacionados a desvio de conduta: um deles analisou as mudanças nas práticas de *compliance* nas empresas envolvidas na Operação Lava Jato (SOUSA et al., 2024); e os outros dois analisaram a prática

de gerenciamento de resultados em empresas do Novo Mercado (PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014; SENA; FILHO; MOREIRA, 2020).

Do ponto de vista prático, este trabalho pode contribuir com o aprimoramento da governança corporativa no Brasil ao identificar as possíveis fragilidades e pontos de melhoria dos segmentos de listagem da B3 – uma necessidade constante, considerando inclusive que o regulamento do Novo Mercado se encontra atualmente em fase de revisão (B3, 2024b). Além disso, considerando que os segmentos especiais de listagem são pensados para aumentar a segurança dos investidores (CAMARGOS; BARBOSA, 2010), a análise crítica dos casos de *misconduct* em empresas com altos níveis de governança corporativa pode auxiliar no aprimoramento do ambiente do mercado de capitais brasileiro, que conta atualmente com mais de 5 milhões de pessoas físicas cadastradas como investidoras (UOL, 2024).

2. REVISÃO DA LITERATURA

Antes de adentrar ao tema central do trabalho (qual seja, o desvio de conduta no mercado de capitais brasileiro), será apresentada a revisão da literatura sobre o *misconduct* organizacional.

A intenção é a de sintetizar os estudos qualitativos sobre o tema *misconduct* organizacional, identificando as principais teorias capazes de fornecer explicações sobre o fenômeno (GALVÃO; RICARTE, 2019).

Conforme mencionado na Introdução, a revisão da literatura pretende identificar quais são as principais teorias utilizadas para o *misconduct* organizacional em ambiente corporativo, classificando os trabalhos a partir da divisão proposta por PALMER (2012) entre aqueles que analisam o *organizacional wrongdoing* como um fenômeno anormal e aqueles que o enxergam como algo normal, inerente a todas as organizações.

Para tanto, será inicialmente exposta a visão de Donald Palmer a respeito do *normal organizational wrongdoing* para, na sequência, ser trazida a revisão da literatura sobre o tema *misconduct* entre 2019 e 2023. Após a discussão dos resultados da revisão sistemática, serão tratados alguns conceitos relacionados ao panorama legislativo brasileiro de repressão ao *misconduct* organizacional, à governança corporativa (e as principais teorias econômicas que a suportam) e, por fim, serão explicados os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira.

2.1. O *NORMAL ORGANIZATIONAL WRONGDOING*

Em um primeiro momento da produção científica sobre o tema, o *misconduct* organizacional foi tratado como um evento relativamente raro nas organizações, praticado por indivíduos que propositalmente se desviavam dos padrões aceitáveis de comportamento em funções de suas personalidades, ou em função de estruturas organizacionais permissivas (PALMER, 2013).

Todavia, os recorrentes casos de *wrongdoing* corporativo a nível global demonstram que se trata de um evento muito mais frequente do que se imagina, o que levou acadêmicos a buscar novas perspectivas para analisar o fenômeno.

Uma abordagem teórica que permite compreender o fenômeno sobre essa perspectiva é o do *normal organizational wrongdoing*, proposto por Donald Palmer, e que se contrapõe à visão tradicional que coloca o *wrongdoing* como um fenômeno anormal (PALMER, 2013).

PALMER (2012) propõe um *framework* que contém duas perspectivas para explicar o *wrongdoing* organizacional, que pode ser encarado como um fenômeno anormal ou como algo normal, inerente a toda e qualquer organização. A proposta do *framework* do autor encontra-se na Figura 1.

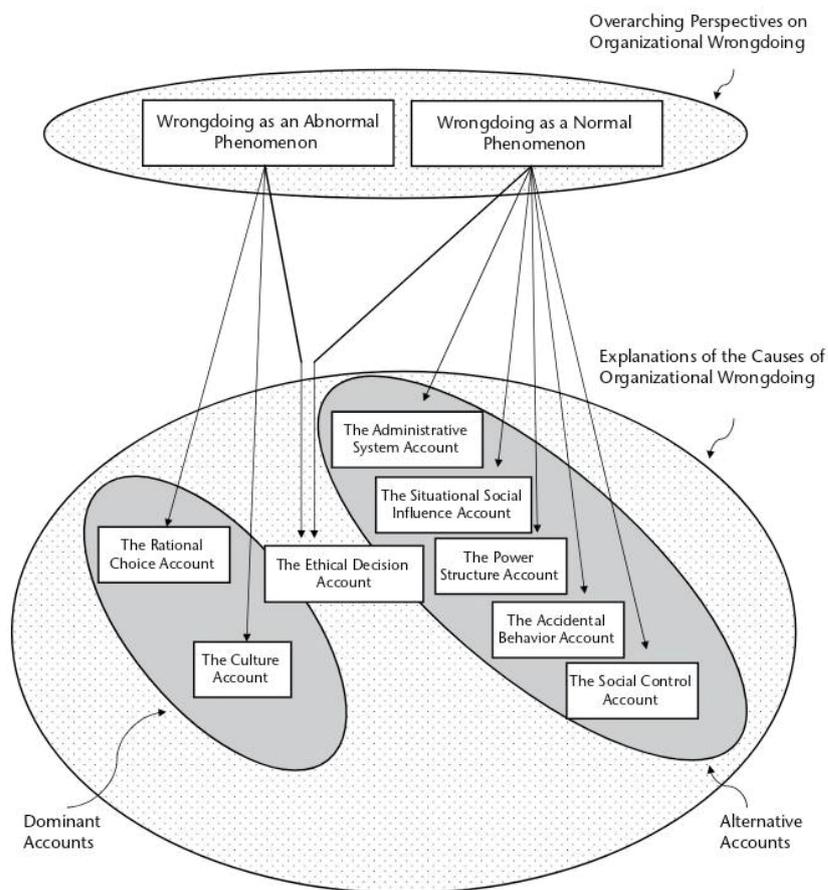


Figura 1. As duas perspectivas sobre organizational wrongdoing (PALMER, 2012)

PALMER (2012) indica três tipos de *standards* de conduta para avaliar se determinado comportamento é ou não desviante: o direito, a ética e a responsabilidade social.

E, ainda que o autor pretenda se afastar das explicações “clássicas” sobre *wrongdoing*, como a teoria da agência, ao afirmar que o direito corresponde a regras de conduta ou proibições escritas (“*written guidelines or prohibitions*”, p. 26), há uma

aproximação entre o pensamento de Palmer e a Nova Economia Institucional. North (2005), por exemplo, afirma que instituições são “as regras do jogo – sejam regras formais, normas informais e suas características de aplicação” (p. 22). É possível, portanto, estabelecer um diálogo entre o pensamento de Palmer e outras correntes teóricas, exercício que será desenvolvido ao longo deste trabalho.

A partir da premissa de que o *organizational wrongdoing* é algo “normal” e inerente às organizações, Palmer (2012, p. 3–4) identifica cinco diferentes explicações para o desvio de conduta: sistemas administrativos, influência da situação social, estrutura de poder, comportamento acidental, e controle social.

2.1.1. Sistemas administrativos

A explicação dos sistemas administrativos parte da premissa de que organizações são estruturas complexas utilizadas para coordenar atividades entre diferentes pessoas, com raízes nos trabalhos de March & Simon (1958) sobre a racionalidade limitada (PALMER, 2012). Segundo essa explicação, a racionalidade limitada do ser humano exige que se organize a fim de lidar com problemas cada vez mais complexos, o que, por sua vez, irá demandar o estabelecimento de regras e procedimentos.

Os sistemas administrativos se baseiam em controles intrusivos, como a segregação de funções e regras corporativas internas, e não intrusivos, tais como canais internos de comunicação (PALMER, 2013).

Porém, esses controles podem ser desenhados de modo a facilitar a prática de *misconduct* – o que parece ter ocorrido no caso das Lojas Americanas (G1, 2024). Como afirma Palmer, “*organizational wrongdoing arises when obtrusive and unobtrusive controls program wrongdoing*” (2012, p. 128).

Os sistemas administrativos também podem ocorrer de maneira não-intencional a casos de desvio de conduta em função da tentativa de empregados de se enquadrar nas regras estabelecidas, como no exemplo apresentado por PALMER (2013) sobre o Ford Pinto, em que engenheiros deixaram de adotar procedimentos de segurança para se manter dentro do limite de custos estabelecido pela empresa.

Por outro lado, regras podem ser estabelecidas para que subordinados participem, inadvertidamente, de atos de *wrongdoing* que seus superiores vêm

praticando de maneira consciente e racional. É o que Palmer (2012) chama de *wrongdoing by design* (p. 129).

2.1.2. Influência da situação social

A influência da situação social diz respeito às pressões ou incentivos existentes no ambiente organizacional e que influenciam a tomada de decisão, podendo levar a atos de *wrongdoing* (PALMER, 2013). Muitas vezes, isso leva os indivíduos a atuarem em “zonas cinzentas” relacionadas a moralidade, cuja avaliação sobre a correção ou não do comportamento somente é analisada retroativamente, com base nos resultados (LAND; LOREN; METELMANN, 2014).

Segundo PALMER (2012), a influência da situação social se manifesta de diferentes maneiras: a primeira delas diz respeito a como os agentes são influenciados pelas percepções implícitas e explícitas de outros trabalhadores no mesmo ambiente, e como essa influência marca as expectativas do agente; a segunda está relacionada ao pensamento de grupo (*groupthink*), em que os participantes de grupos muito coesos tendem a censurar suas próprias percepções e aderir às decisões do grupo.

Exemplos da influência da situação social são os achados sobre como o “tone af the bottom” (ou seja, as atitudes e posturas dos colegas no ambiente de trabalho imediato) influencia na prática de atos de desvio de conduta destinados à melhoria da performance dos empregados (EWELT-KNAUER; SCHWERING; WINKELMANN, 2022), ou como as pressões por inovação acabam incentivando a prática de *misconduct* em setores sujeitos a grandes pressões competitivas (ARNOLD et al., 2022).

2.1.3. Estruturas de poder

O terceiro critério explicativo adotado por PALMER (2012) é o das estruturas de poder, em que há uma cadeia de comando clara por meio da qual os subordinados recebem ordem dos seus superiores – ordens que, muitas vezes, podem ser ilegais. Novamente, o caso das Lojas Americanas ilustra como isso ocorreria na prática:

Trocas de mensagens entre Flavia e Carlos Padilha, diretor operacional, mostram que certas oportunidades de fraudes, quando não eram

aproveitadas, poderiam soar até como “provocação” a Miguel Gutierrez [diretor-presidente] (G1, 2024)

Segundo PALMER (2013), as estruturas de poder oferecem aos subordinados a possibilidade de recorrer a seus superiores para resolução de problemas para os quais não estão preparados para lidar, bem como permite que os superiores controlem o comportamento de seus subordinados.

Diferentes modelos de poder geram diferentes modalidades de desvio de conduta (AGUILERA; VADERA, 2008), daí porque compreender os mecanismos do poder organizacional para limitá-lo adequadamente é medida fundamental para prevenir o *misconduct* (e daí porque, novamente, o pensamento de Palmer converge com temas como a governança corporativa).

2.1.4. Controle social sobre *wrongdoing*

Ainda, a perspectiva do “controle social” avalia de que maneira os agentes de controle (notadamente estatais) são responsáveis pela criação do *wrongdoing*, seja por meio da criação de regras cogentes de conduta (como novas leis ou regulamentos), seja por meio de comportamentos que influenciem indivíduos e organizações (PALMER, 2012).

2.1.5. *Wrongdoing* acidental

O “comportamento acidental”, por fim, decorre da constatação natural de que, por vezes, acidentes ou equívocos ocorrem, e que podem levar inadvertidamente à prática de *wrongdoing* por dois motivos: falta de informação adequada sobre o caráter ilícito da prática; e pela falta de capacidade de analisar o caráter ilícito do comportamento em que se está envolvido (PALMER, 2012).

O *misconduct* acidental, aliás, é uma possibilidade já aventada por VAUGHAN (1999), que identificava que as organizações produziam consequências negativas de suas ações em razão de erros, desvio de conduta e desastres (*mistake, misconduct and disaster*).

A proposta de PALMER (2012) parte de uma perspectiva sociológica sobre o desvio de conduta, pressupondo que muitas vezes o indivíduo age de maneira desviante sem a clara e racional percepção de que seu comportamento é incorreto

(PALMER, 2012). Com isso, é possível investigar “soluções” ao desvio de conduta a nível estrutural, isto é, organizacional, e não apenas a nível individual – o que evita, por exemplo, o risco do *scapegoating* (GANGLOFF; CONNELLY; SHOOK, 2016), a prática de se eleger um “bode expiatório” para receber a integralidade da culpa pela fraude detectada.

Trata-se, segundo o autor, de uma perspectiva ainda minoritária, conforme percebido a partir da revisão da literatura sobre o tema e que será apresentada adiante.

2.2. MISCONDUCT E WRONGDOING

O *misconduct* organizacional é um campo de estudos que vem ganhando crescente atenção da academia desde o final dos anos 90, com destaque para o artigo seminal de Vaughn a respeito do “lado negro” das organizações (VAUGHAN, 1999), em que a autora realiza a tentativa de delimitar o tema como um campo de estudos autônomo.

Trata-se do estudo das causas, origens e desdobramentos daqueles atos considerados desviantes da lei ou da ética, e que ganhou tração nos últimos anos em razão de escândalos corporativos como o da Enron (NIX; DECKER; WOLF, 2021; SOLAS, 2019) ou o caso “Dieselgate” da Volkswagen (MEDEIROS, 2019).

A literatura traz uma série de definições para o *misconduct*, como não-conformidade rotineira, relacionada a

(...) um evento, atividade ou circunstância, ocorrido em e/ou produzido por uma organização formal, que desvia tanto dos objetivos formais e padrões ou expectativas normativas, seja por sua ocorrência ou por suas consequências, e produz um resultado sub-ótimo (tradução livre) (VAUGHAN, 1999, p. 273)

Outros autores, como PALMER (2012) tratam o *wrongdoing* como “comportamentos que os agentes de controle social consideram errado”, uma avaliação que pode recair sobre comportamentos considerados ilegais, antiéticos ou violadores de preceitos profissionais (GABBIONETA et al., 2019).

Neste tópico, apresentaremos a revisão da literatura sobre a temática *misconduct* organizacional, a fim de apresentar os principais trabalhos sobre o assunto publicados no último quinquênio.

Foram buscados artigos na plataforma *Web of Science*, uma plataforma que reúne os periódicos mais citados em suas respectivas áreas do conhecimento, reunindo cerca de 9.000 publicações e, portanto, oferecendo um campo bastante amplo de consulta.

Para a busca de trabalhos, utilizaram-se os seguintes filtros: a) as expressões “*wrongdoing*” ou “*misconduct*” deveriam aparecer em quaisquer dos campos; b) como tipo de documento, foram selecionados apenas artigos e revisões sistemáticas, e apenas aqueles de acesso livre (*open access*); d) os artigos deveriam estar nos idiomas inglês ou português; e) a busca foi limitada às categorias *business* e *management*; f) o recorte temporal utilizado foi dos últimos cinco anos, de 2019 até 2023 (último ano completo antes da realização da pesquisa). Esta busca resultou em um total de 151 (cento e cinquenta e um) trabalhos localizados.

Seguindo o princípio da inclusividade (DENYER; TRANFIELD, 2009), esta revisão sistemática não utilizou critérios de exclusão como o fator de impacto do periódico, nem avaliou a qualidade dos procedimentos metodológicos adotados pelos artigos selecionados. Assim, foram incluídos na amostra inicial todos os trabalhos que se enquadraram nos filtros de pesquisa.

Para a triagem dos artigos, foi realizada a leitura dos títulos e dos respectivos resumos, com a exclusão daqueles cujo objeto não analisava o *misconduct* organizacional em ambiente corporativo (por exemplo, trabalhos sobre *misconduct* científico, sobre a reação dos consumidores a episódios de desvio de conduta organizacional ou artigos que analisaram o *wrongdoing* no setor público). Também foram excluídos os artigos que se dedicavam ao fenômeno do *whistleblowing*, uma vez que o presente trabalho busca avaliar a produção acadêmica a respeito dos antecedentes e explicações sobre o *organizational misconduct*. Nesta etapa, foram selecionados 51 artigos, para leitura integral.

Na etapa da elegibilidade, foi realizada a leitura integral de 51 artigos, a fim de identificar quais artigos poderiam ser enquadrados sob a visão do “*normal organizational wrongdoing*”, defendida por Palmer, ou aqueles que adotavam a linha do “*abnormal organizational wrongdoing*”. Por fim, foram excluídos 18 trabalhos, utilizando como critério de exclusão aqueles em que não havia a pretensão de explicar os antecedentes do *misconduct* organizacional.

Os resultados constam na Tabela 01, apresentados conforme o *framework* do PRISMA, “o qual indica um fluxo de 4 etapas para o reporte de revisões sistemáticas

de literatura, as quais incluem identificação, triagem, elegibilidade e inclusão” (VALLE; SARTURI, 2022):

Tabela 01: APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DA REVISÃO DA LITERATURA

Fase	Critério	Artigos excluídos	Total
Identificação	<p>Critérios utilizados:</p> <p>Base de dados: <i>Web of Science</i></p> <p>Palavras-chave: <i>organizational misconduct</i>” ou “<i>wrongdoing</i>” ou “<i>misconduct</i>” ou “desvio de conduta”</p> <p>Tipo de documento: artigos e revisões sistemáticas <i>open access</i></p> <p>Idiomas: Inglês ou português</p> <p>Área de conhecimento: <i>business</i> ou <i>management</i></p> <p>Recorte temporal: 2019 a 2023</p>	-	151
Triagem	<ul style="list-style-type: none"> Leitura dos títulos e resumos; Critério de exclusão: artigos cujo objeto não era o <i>misconduct</i> corporativo (ex: <i>misconduct</i> científico) 	100	51
Elegibilidade	<ul style="list-style-type: none"> Leitura dos artigos; Critério de exclusão: artigos que não tinham por objetivo explicar os antecedentes do <i>misconduct</i> organizacional. 	19	32
Inclusão	<ul style="list-style-type: none"> Categorização dos artigos 	-	32

Fonte: o Autor

A Tabela 02 abaixo, por sua vez, traz os artigos selecionados para a revisão sistemática:

Tabela 02: ARTIGOS SELECIONADOS PARA REVISÃO SISTEMÁTICA

Ano	Periódico	Autor(es)	Título
2022	Journal of Business Ethics	EWELT-KNAUER, C.; SCHWERING, A.; WINKELMANN, S.	Doing Good by Doing Bad: How Tone at the Top and Tone at the Bottom Impact Performance-Improving Noncompliant Behavior
2021	Business Ethics: The Environment & Responsibility	CONRAD, M.; HOLTBRÜGGE, D.	Antecedents of corporate misconduct: A linguistic content analysis of decoupling tendencies in sustainability reporting
2023	Journal of Business Ethics	CUMMING, D. et al	Disentangling Crowdfunding from Fraudfunding

2023	Review of Managerial Science	DORFLEITNER, G.; UTZ, S.	Green, green, it's green they say: a conceptual framework for measuring greenwashing on firm level
2019	Critical Perspectives on International Business	ERTZ, M. et al	How misconduct in business contributes to understanding the supply side of corruption in international business
2019	Swiss Finance Institute Research Paper	GANDHI, P. et al	Financial Market Misconduct and Public Enforcement: The Case of Libor Manipulation
2022	Journal of Business Ethics	KLIMCZAK, K. M. et al	How to Deter Financial Misconduct if Crime Pays?
2023	Journal of Business Ethics	LAURIJSSSEN, L. M. et al	How to Neutralize Primary Psychopathic Leaders' Damaging Impact: Rules, Sanctions, and Transparency
2023	Electronic Commerce Research and Applications	LIU, C. et al	MuST: An interpretable multidimensional strain theory model for corporate misreporting prediction
2019	Administração: Ensino e Pesquisa	MEDEIROS, C. R. DE O.	Dieselgate: A corporação no banco dos réus
2023	Journal of Business Ethics	MEYER, M.; CHOO, C. W	Harming by Deceit: Epistemic Malevolence and Organizational Wrongdoing
2022	International Journal of Disclosure and Governance	MITCHELL, S. L.; PACKARD, M. D.; CLARK, B. B	Decentralizing corporate governance? A praxeological inquiry
2021	Business History Review	NIX, A.; DECKER, S.; WOLF, C	Enron and the California Energy Crisis: The Role of Networks in Enabling Organizational Corruption
2022	Australian Journal of Management	RICHARDS, D. W.; AHMED, A. D.; BRUCE, K	Ethics in financial planning: Analysis of ombudsman decisions using codes of ethics and fiduciary duty standards
2022	Journal of Business Ethics	SAKAWA, H.; WATANABEL	Accounting Frauds and Main-Bank Monitoring in Japanese Corporations
2021	Journal of Business Ethics	SHEEDY, E.; GARCIA, P.; JEPSEN, D	The Role of Risk Climate and Ethical Self-interest Climate in Predicting Unethical Pro-organisational Behaviour
2019	Business and Society Review	SOLAS, J.	Conscientious Objections to Corporate Wrongdoing
2023	European Management Review	ZHONG, X.; CHEN, W.; REN, G.	External tournament incentives and corporate social irresponsibility
2022	Journal of Business Research	ARNOLD, D. G. et al	Innovation and misconduct in the pharmaceutical industry
2019	Society and Business Review	CARMINATI, L.	Between ethics and law: TNCs' behaviour in modern economic globalisation
2023	Managerial and Decision Economics	HU, C.	The dual role of state shareholders in disclosed corporate misconduct: Evidence from China
2021	Journal of Business Ethics	KOLEVA, P.; MEADOWS, M	Inherited Scepticism and Neo-communist CSR-washing: Evidence from a Post-communist Society

2019	Journal of Business Ethics	LEAVER, M. P.; READER, T. W	Safety Culture in Financial Trading: An Analysis of Trading Misconduct Investigations
2021	Research in Organizational Behavior	MCDONNELL, M.-H.; NURMOHAMED, S	When are organizations punished for organizational misconduct? A review and research agenda
2019	Administrative Science Quarterly	MOHLIVER, A.	How Misconduct Spreads: Auditors' Role in the Diffusion of Stock-option Backdating
2019	Journal of Business Ethics	POZNER, J.-E.; MOHLIVER, A.; MOORE, C.	Shine a Light: How Firm Responses to Announcing Earnings Restatements Changed After Sarbanes–Oxley
2021	Journal of Business Ethics	ROSE, A. M. et al	Why Financial Executives Do Bad Things: The Effects of the Slippery Slope and Tone at the Top on Misreporting Behavior
2019	Journal of Business Ethics	VESA, M.; HOND, F. D.; HARVIAINEN, J. T	On the Possibility of a Paratelic Initiation of Organizational Wrongdoing
2023	Journal of Management	XIA, J. et al	Rule violation and time-to-enforcement in weak institutional environments: A good faith perspective
2020	Business Horizons	FIASCHI, D. et al.	How bad is your company? Measuring corporate wrongdoing beyond the magic of ESG metrics
2019	British Journal of Management	ULLAH, S. et al	International Evidence on the Determinants of Organizational Ethical Vulnerability
2019	Human Relations	GABBIONETA, C. et al	Inserting professionals and professional organizations in studies of wrongdoing: The nature, antecedents and consequences of professional misconduct
2021	Organizational Behavior and Human Decision Processes	LARKIN, I. et al	The opportunities and challenges of behavioral field research on misconduct

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nem todos os artigos trazem uma definição para *wrongdoing* ou *misconduct*, e muitas vezes o conceito trazido é tautológico, por exemplo quando se afirma que “*noncompliance occurs when employees deviate from the rules, wheter the law, regulations, or firm-specific rules*” (EWELT-KNAUER; SCHWERING; WINKELMANN, 2022, p. 609).

Neste trabalho, utilizaremos a definição de PALMER (2012, p. 35), que trata o *wrongdoing* como “qualquer comportamento que participantes de uma organização desenvolvem no curso de seus papéis organizacionais (por exemplo, como diretores, gestores e/ou empregados) que o Estado julga ilícito” (tradução livre). Além disso, os termos *misconduct*, *wrongdoing* e desvio de conduta serão utilizados de maneira

indistinta também neste trabalho, uma vez que os artigos identificados os tratam como sinônimos.

Dentre os 32 trabalhos analisados, há de fato uma prevalência daqueles que tratam o *wrongdoing* como um fenômeno anormal.

Essa perspectiva (explícita ou implicitamente) está presente em 17 artigos (CONRAD; HOLTBRÜGGE, 2021; CUMMING et al., 2023; DORFLEITNER; UTZ, 2023; ERTZ et al., 2019; GANDHI et al., 2017; KLIMCZAK et al., 2022; LAURIJSSSEN et al., 2024; LIU et al., 2023; MEDEIROS, 2019; MEYER; CHOO, 2023; MITCHELL; PACKARD; CLARK, 2022; NIX; DECKER; WOLF, 2021; RICHARDS; AHMED; BRUCE, 2022; SAKAWA; WATANABEL, 2022; SHEEDY; GARCIA; JEPSEN, 2021; SOLAS, 2019; ZHONG; CHEN; REN, 2023).

A perspectiva defendida por Palmer sobre o *normal organizational wrongdoing* está presente em outros 11 artigos (ARNOLD et al., 2022; CARMINATI, 2019; HU, 2023; KOLEVA; MEADOWS, 2021; LEAVER; READER, 2019; MCDONNELL; NURMOHAMED, 2021; MOHLIVER, 2019; POZNER; MOHLIVER; MOORE, 2019; ROSE et al., 2021; VESA; HOND; HARVIAINEN, 2019; XIA et al., 2023), o que demonstra que, apesar de ainda minoritária, essa vertente teórica já possui importante penetração no pensamento acadêmico.

Os outros 4 artigos lidos traziam propostas como uma métrica para avaliação do nível de *wrongdoing* organizacional (FIASCHI et al., 2020), um *framework* específico para categorização do *misconduct* – tratado como *Organizational Ethical Vulnerability* (ULLAH et al., 2019), ou apresentavam agendas de pesquisa sobre o tema (GABBIONETA et al., 2019; LARKIN et al., 2021).

Existe uma grande variedade de correntes teóricas utilizadas para a análise do fenômeno, como o Triângulo da Fraude de Cressey (MITCHELL; PACKARD; CLARK, 2022; SAKAWA; WATANABEL, 2022), a teoria da agência (CUMMING et al., 2023; ZHONG; CHEN; REN, 2023), a perspectiva do agente racional (GANDHI et al., 2017; SHEEDY; GARCIA; JEPSEN, 2021), a teoria comportamental (ARNOLD et al., 2022; KLIMCZAK et al., 2022) e a teoria institucional (CONRAD; HOLTBRÜGGE, 2021; DORFLEITNER; UTZ, 2023; HU, 2023; XIA et al., 2023). Um dos trabalhos explicitamente utiliza a teoria da anomia de Merton (LIU et al., 2023), que é a base para o seminal trabalho de Diane Vaughan a respeito do *dark side* das organizações (VAUGHAN, 1999).

É interessante notar que o próprio Donald Palmer é utilizado como referencial teórico por alguns trabalhos (ROSE et al., 2021; VESA; HOND; HARVIAINEN, 2019), o que traz a demonstração da pertinência de se utilizar a perspectiva sociológica por ele proposta.

Dentre os trabalhos selecionados e que tratam o *wrongdoing* como um fenômeno anormal, percebe-se a distinção entre os autores que enxergam o desvio de conduta como um comportamento desviante de atores específicos, sob a perspectiva das “maças podres” (ou seja, a nível individual) ou do “barril podre” (a nível organizacional) (PALMER, 2012), havendo aqueles que também apontam para a relevância da análise sob uma perspectiva ecológica (MUZIO et al., 2016), ou o “porão podre” (*bad cellar*). Segundo essa última perspectiva, o *wrongdoing* pode surgir entre diferentes atores em um contexto mais amplo do que as organizações tomadas individualmente (MUZIO et al., 2016, p. 162–163), em sistemas ecológicos mais amplos.

Para cada nível de análise, existe uma correspondente perspectiva teórica (ERTZ et al., 2019). Da perspectiva do indivíduo, utiliza-se uma perspectiva funcionalista, segundo a qual as explicações sobre o *misconduct* estariam na personalidade ou valores do indivíduo (SOLAS, 2019; ZHONG; CHEN; REN, 2023). A análise organizacional, por sua vez, adotaria a perspectiva do “conflito”, que buscaria avaliar de que maneira as organizações falham em prevenir (ou incentivam) o *misconduct* (CUMMING et al., 2023; DORFLEITNER; UTZ, 2023). PALMER (2012, p. 7), porém, enxerga nessa distinção antes uma “discussão em família” do que propriamente uma divergência sobre fundamentos. Para ele, ambas as visões continuam tratando o desvio de conduta como um fenômeno “anormal”, seja perpetrado por indivíduos específicos, seja guiado por uma cultura ou estruturas organizacionais “distorcidas”.

Por fim, a perspectiva ecológica defende que indivíduos e organizações estariam sujeitos a pressões e incentivos do seu macroambiente (XIA et al., 2023), uma visão que se alinha à ideia do *normal organizational wrongdoing*, segundo a qual as pressões competitivas levam indivíduos e organizações a operarem no limite entre o certo e o errado (PALMER, 2012).

A questão das pressões e incentivos, porém, não é ponto pacífico na literatura. EWELT-KNAUER, SCHWERING e WINKELMANN (2022) identificaram que grandes pressões por resultados dentro de organizações não levam, necessariamente, a

comportamentos desviantes (ou, na linguagem dos autores, *performance-improving noncompliant behavior*), quando a organização possui regras claras de conduta.

Em sentido contrário, porém, ROSE *et al* (2021, p. 292) citam a *14th Global Fraud Survey*, elaborada pela consultoria Ernst & Young, segundo a qual 46% dos executivos entrevistados forneceram justificativas para a conduta antiética quando pressionados para o atingimento de metas financeiras

Essa aparente contradição é interessante, sendo capaz de demonstrar a importância do chamado *tone at the top* (NEVES, 2018) para a prevenção do *misconduct*. Se, por um lado, empregados tendem a comportar-se em conformidade com regras claras mesmo com pressões por resultados, e executivos racionalizam (MACHADO; GARTNER, 2017) a conduta antiética para cumprimento de metas financeiras, parece que a Alta Liderança exerce o papel de maior relevância na prevenção ao *wrongdoing* ao nível organizacional – especialmente no estabelecimento do que é, ou não, comportamento aceitável.

Trata-se de conclusão possível frente a achados de estudos que demonstram que a diferença entre o ético e o antiético nem sempre é claramente perceptível *a priori*, com os agentes atuando em uma “zona cinzenta” em que os comportamentos tidos por “desviantes” acabam sendo avaliados em retrospectiva, a depender do resultado de suas ações – normalmente quando causam prejuízos à organização ou a outros *stakeholders* (LAND; LOREN; METELMANN, 2014).

A perspectiva ecológica autoriza o estudo do *misconduct* dentro de um ambiente institucional específico, como o mercado de capitais, especialmente quando se considera as grandes pressões competitivas existentes neste setor econômico – e que levam à prática de ações antiéticas.

Essa conclusão também é reforçada por experimentos, como no trabalho de MASKE *et al* (2021), ao constatar que gestores tendem a aplicar menores reduções nos bônus baseados em integridade de empregados quando a performance do colaborador é elevada (o que, segundo os autores, decorreria do efeito halo, por meio do qual o comportamento moral de um empregado é avaliado positivamente se seu desempenho profissional é satisfatório).

2.3. PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO

A expressão “crime de colarinho branco” foi cunhada por Edwin H. Sutherland, tendo sido utilizada pela primeira vez em palestra proferida em 1939 (MESSA; ZANELLA, 2020), e refere-se a “um crime cometido por uma pessoa de respeitabilidade e alto status social no curso de sua atividade” (SUTHERLAND, 2015, p. 33–34). Não se trata de um tipo penal específico, mas de uma categoria sociológica relacionada antes ao “criminoso” do que ao “crime” em si.

Todavia, a expressão popularizou-se e é amplamente utilizada como sinônimo para a disciplina do chamado Direito Penal Econômico, “que tem como seu valor central a ordem econômica e financeira – essencial ao modelo de Bem-Estar Social (*Welfare State*) e a sua dinâmica, havida pós Primeira Guerra Mundial, de uma política estatal intervencionista em favor dos direitos e garantias fundamentais (em especial: a implementação de direitos sociais)” (PEDROSO; CARVALHO; CERVINI, 2017, p. 40).

No Brasil, o combate aos *white collar crimes* é realizado mediante previsões no Código Penal (Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940) e em um conjunto de leis esparsas (isto é, que não estão incluídas no CP). Não há uma definição legal de quais seriam os crimes de colarinho branco no direito brasileiro, mas a literatura jurídica costuma classificá-los de acordo com o bem jurídico tutelado.

Entende-se por bem jurídico um interesse juridicamente protegido, e que fornece um critério para o legislador definir quais interesses deverão ser protegidos pela legislação penal (BITTENCOURT, 2024). A classificação está apresentada na Tabela 03:

Tabela 03: CRIMES DE COLARINHO BRANCO NO BRASIL

Lei	Bem jurídico tutelado
Lei Federal nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951: Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.	Crimes contra a Economia Popular
Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940: Código Penal.	Crimes contra a Administração Pública
Lei Federal nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.	Crimes Falimentares
Lei Federal nº 14.133, de 1º abril de 2021: Lei de Licitações e Contratos Administrativos.	Crimes Licitatórios
Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976: Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.	Crimes contra o Mercado de Capitais

Lei Federal nº 7.492, de 16 de julho de 1986: Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências	Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional
Lei Federal nº 8.078, de 11 de setembro de 1990: Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.	Crimes contra as Relações de Consumo
Lei Federal nº 8.137, de 27 de dezembro de 1990: Define crimes contra a ordem tributária, econômica e contra as relações de consumo, e dá outras providências.	Crimes contra a Ordem Tributária, Ordem Econômica e Relações de Consumo
Lei Federal nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998: Dispõe sobre as sanções penais e administrativas derivadas de condutas e atividades lesivas ao meio ambiente, e dá outras providências.	Crimes contra o Meio Ambiente
Lei Federal nº 9.613, de 3 de março de 1998: Dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF, e dá outras providências.	Crimes de Lavagem de Dinheiro

Fonte: elaborado pelo Autor, a partir de (BITTENCOURT, 2016a, 2016b).

Além das leis citadas na Tabela 03, é importante esclarecer que existem outros instrumentos jurídicos destinados à repressão do, mas nos âmbitos cível e administrativo (por exemplo, a Lei de Improbidade Administrativa – Lei Federal nº 8.429, de 2 de junho de 1992; a Lei do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – Lei Federal nº 12.529, de 30 de novembro de 2011; a chamada Lei Anticorrupção Empresarial – Lei Federal nº 12.846, de 1º de agosto de 2013).

A diferença principal entre as infrações penais e aquelas de natureza cível ou administrativa é que, conforme prevê o Decreto-Lei nº 3.914, de 9 de dezembro de 1941 (a chamada “ Lei de introdução do Código Penal”), os crimes são aquelas infrações penais “a que a lei comina pena de reclusão ou de detenção, quer isoladamente, quer alternativa ou cumulativamente com a pena de multa; contravenção, a infração penal a que a lei comina, isoladamente, pena de prisão simples ou de multa, ou ambas, alternativa ou cumulativamente”, ou seja: a diferença principal está nas “consequências” da prática daquela infração; no âmbito cível e administrativo, não existe a possibilidade de prisão.

Já as infrações praticadas no âmbito do mercado de capitais são fiscalizadas e punidas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM que, em função da importância para este trabalho, será apresentada em tópico específico.

2.3.1. Limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM é uma autarquia criada pela Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, para fiscalizar e regulamentar o mercado de capitais brasileiro, e possui as seguintes atribuições:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Dentre as atividades de fiscalização atribuídas por lei à CVM, não estão incluídas a investigação ou persecução de infrações penais, uma vez que a Constituição Federal atribui privativamente ao Ministério Público a titularidade sobre a ação penal pública (art. 129, inciso I, da Constituição Federal de 1988).

Isso significa que a CVM possui atribuição legal para a punição de infrações cíveis e administrativas (ou seja, todas aquelas que não são criminais) praticadas no âmbito do mercado de capitais, muitas delas previstas em regulamentos emitidos por ela própria.

O principal desses regulamentos é a Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021, que, em seu art. 60, prevê quais são as punições aplicáveis às infrações contra o mercado de capitais: advertência; multa; inabilitação temporária para o exercício de cargos de administração ou conselho fiscal em organizações que dependem de registro ou autorização da CVM, por até 20 (vinte) anos; suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades no mercado de capitais; inabilitação temporária para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, previstas na Lei Federal nº 6.385/76, pelo prazo de até 20 (vinte) anos; proibição temporária para a prática de determinadas atividades ou operações perante o mercado de capitais, por até 20 (vinte) anos, para “os integrantes do sistema de

distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários”; e proibição temporária para atuar em operações no mercado de valores mobiliários, por até 10 (dez) anos.

A atuação da CVM, além de especializada e voltada especificamente para o mercado de valores mobiliários, também guarda uma relevante diferença frente à repressão criminal ao *misconduct*: a possibilidade de punição das empresas, e não apenas dos indivíduos envolvidos em escândalos corporativos.

No Brasil, a única hipótese de “responsabilidade penal da pessoa jurídica” está prevista na Lei de Crimes Ambientais (Lei Federal nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998), como reflexo do mandamento constitucional de criminalização previsto no art. 225, § 3º, da Constituição Federal¹.

Sabe-se, porém, que o indivíduo age normalmente utilizando-se da “empresa” como instrumento para a prática de crimes “que, isoladamente, a pessoa não cometeria – nela [na empresa] se desenvolvendo um ‘espírito criminal de grupo’ e uma ‘má cultura empresarial’, que fomenta(ria) a aprendizagem de comportamentos criminais e de técnicas de neutralização de culpa” (RODRIGUES, 2020, p. 52).

E, considerando as prerrogativas legais da CVM de aplicar penalidades tanto aos indivíduos quanto às organizações infratoras, o estudo dos casos de fraude corporativa no mercado de capitais, a partir da atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários, permitirá a avaliação dos fatores explicativos do *misconduct* tanto a nível individual quanto a nível organizacional.

2.3.2. Os Termos de Compromisso no âmbito da CVM

Atualmente, a Lei Federal nº 6.385/1976 autoriza a CVM a formalizar Termo de Compromisso com os investigados em processos administrativos, nos termos do art. 11, § 5º e seguintes, da mencionada lei:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de

¹ Art. 225. Todos têm direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.

(...)

§ 3º As condutas e atividades consideradas lesivas ao meio ambiente sujeitarão os infratores, pessoas físicas ou jurídicas, a sanções penais e administrativas, independentemente da obrigação de reparar os danos causados.

Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

(...)

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial.

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

Nos últimos anos, casos célebres foram objeto de Termo de Compromisso junto à CVM (muitos deles em que se discutiam condutas graves), como por exemplo o PAS 19957.001225/2018-40 em que se apurou a conduta dos membros do Conselho de Administração da JBS S.A. em operações de compras de derivativos cambiais.

O termo de compromisso é um instrumento de solução consensual para ilícitos administrativos (BOTTINO; VICTER, 2020), e tem por objetivo “a correção de irregularidades praticadas no mercado de valores mobiliários por meio de condições alternativas negociadas com o próprio interessado” (PARENTE, 2018, p. 805).

As condições e procedimentos para celebração do Termo de Compromisso perante a CVM estão previstos na Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021, e exige que o interessado apresente proposta escrita na qual se comprometa a “cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso, e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos” (Resolução CVM nº 45/2021).

Para que haja aceitação da proposta, a normativa estabelece que a Comissão de Valores Mobiliários deverá “considerar, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a

colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto” (art. 86 da Resolução CVM nº 45/2021).

É importante registrar que, conforme prevê a legislação, a celebração do termo de compromisso depende de análise da “oportunidade e conveniência” da medida. Isso significa que se trata de um ato discricionário, no sentido jurídico do termo (NETO, 2014, p. 105), uma vez que se confere à CVM maior amplitude para decidir sobre o motivo da celebração de um termo de compromisso, bem como sobre o objeto que será contemplado

Independentemente de qualquer juízo de valor sobre o tema, o fato de os termos de compromisso impedirem o prosseguimento do respectivo processo sancionador acaba por prejudicar a análise dos elementos fáticos que explicam o desvio de conduta no caso sob análise. Assim, ainda que haja um episódio de desvio de conduta subjacente a cada termo de compromisso (e que, a princípio, poderia ser objeto de análise como a deste estudo), os termos divulgados na página da CVM traz apenas o relatório do andamento do processo sancionador até a assinatura do termo de compromisso (e não as circunstâncias fáticas que levaram à instauração do processo), daí porque os TACs não serão utilizados neste trabalho.

2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Há diversas teorias que analisam a governança corporativa (CAMPOS; COSTA, 2018), com destaque para a teoria da agência (EISENHARDT, 1989; FAMA, 1980), a teoria dos *stakeholders* (FREEMAN, 2004; FREEMAN; EVAN, 1990; FREEMAN; REED, 1983) e a teoria do *stewardship* (BLAIR, 2004; DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997; DONALSDON; DAVIS, 1991).

Para fins deste trabalho, a governança corporativa será discutida sob a ótica da teoria da agência, cujo foco é endereçar os problemas surgidos quando “(a) os desejos ou objetivos do principal e do agente conflitam e (b) é difícil ou caro para o principal verificar o que o agente está efetivamente fazendo” (EISENHARDT, 1989). É sob a ótica do conflito entre agente e principal que os regulamentos e códigos de boas práticas de governança são desenvolvidos, especialmente no mercado de capitais, em que há a preocupação de se impor limites à atuação dos administradores de empresas para que perseguiram, prioritariamente, o interesse dos acionistas.

2.4.1. Teoria da agência

Uma das preocupações centrais da teoria econômica a partir do século XX foi entender a razão da existência das empresas, uma pergunta à qual se buscou resposta principalmente a partir do seminal artigo *The nature of the firm*, de Ronald Coase (COASE, 1937).

Segundo COASE (1937), as firmas se organizam por deter não apenas custos de “produção”, mas também custos de “transação”, como aqueles relacionados à elaboração de um contrato.

A teoria dos custos de transação parte da centralidade dos comportamentos oportunistas nas atividades econômicas (WILLIAMSON, 1979), e se assenta em três premissas: a racionalidade limitada dos agentes; os comportamentos oportunistas; e a especificidade dos ativos envolvidos na transação em particular (WILLIAMSON, 1999).

AECT trabalha em um ambiente de racionalidade limitada, caracterizado pela incerteza e informação imperfeita. Dessas duas características do ambiente econômico decorrem os custos de transação, cuja minimização vai explicar os diferentes arranjos contratuais e cumprir a finalidade de coordenar as transações de maneira eficiente (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p. 23).

Segundo WILLIAMSON (1985), os custos de transação podem ser classificados como *ex ante* (relacionados à negociação e redação dos contratos) e *ex post* (que decorrem da manutenção e fiscalização do contrato). Um desses custos *ex post* é justamente o de monitoramento, referente às estruturas de governança corporativa, utilizados para mitigar uma das consequências dos custos de transação: os conflitos de agência.

Os problemas de agência ocorrem quando uma pessoa (o agente) deve agir em nome de outra pessoa (o principal) mediante a delegação de determinados poderes ou competências para tomada de decisão (JENSEN; MECKLING, 1976), e são uma consequência da separação entre propriedade e controle de uma empresa (FAMA; JENSEN, 1983), característica das companhias abertas.

Existem duas vertentes principais da teoria da agência: a positivista e a agente-principal, que possuem em comum a unidade de análise focada nos contratos

entre o principal e o agente – diferindo em seu rigor matemático, variáveis dependentes e estilo (EISENHARDT, 1989).

A corrente positivista, segundo EISENHARDT (1989), busca identificar as circunstâncias em que existem o desalinhamento entre os objetivos entre o agente e o principal. Nesses casos, os problemas de agência deverão ser prevenidos ou tratados por meio de mecanismos de governança que previnam o comportamento oportunista do agente.

A autora destaca que a perspectiva positivista dá origem a duas proposições teóricas. A primeira proposição afirma que contratos baseados em resultados (como bônus por desempenho) são mais eficientes para alinhar os interesses entre agente e principal (EISENHARDT, 1989).

Já a segunda proposição pontua que sistemas de informação robustos são capazes de refrear o comportamento oportunista dos agentes (EISENHARDT, 1989), uma afirmação que dá suporte teórico, por exemplo, ao princípio da transparência da governança corporativa (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2023).

No mais, a corrente de pesquisas sobre a relação agente-principal adota uma abordagem mais abstrata e matemática, preocupada com a generalização de suas regras para diversas outras relações entre agente-principal, tais como empregador-empregado, comprador-fornecedor, cliente-prestadores de serviço etc (EISENHARDT, 1989).

Assim, este trabalho utilizará a perspectiva positivista, dada sua preocupação com os mecanismos de governança.

Conforme pontua CLARKE (2004), a teoria da agência parte da premissa de que os indivíduos possuem racionalidade limitada, e que a informação é distribuída de maneira assimétrica; a partir disso, a teoria da agência irá debater quais são as estruturas ideais para controlar o fluxo de informações (reduzindo a assimetria entre agente e principal) e as divisões e responsabilidades relacionadas à tomada de decisão.

As preocupações da teoria da agência são perceptíveis na análise dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem (B3, 2024a), em que há, por exemplo, exigência de conselheiros independentes no Conselho de Administração (que atuam para fiscalizar a atuação dos executivos) e de divulgação de diversas

políticas corporativas (como de remuneração dos administradores e de transações com partes relacionadas).

Com isso, verifica-se que a análise dos segmentos especiais de listagem à luz da teoria da agência permitirá a avaliação sobre se os controles previstos nos respectivos regulamentos são suficientes para enfrentar os problemas de agência – e, conseqüentemente, para preservar os direitos dos investidores.

A teoria da agência trata, afinal, de dois problemas principais decorrentes da dinâmica agente-principal (EISENHARDT, 1989).

O primeiro deles diz respeito ao desalinhamento de interesses. Já o segundo problema teórico enfrentado diz respeito às situações em que é muito caro ou difícil para o principal monitorar o comportamento do agente.

Diante dessas duas questões é que desponta a relevância da governança corporativa, uma vez que o principal foco de estudo da disciplina são os controles estabelecidos pelos administradores sobre si próprios, ou pelos proprietários sobre os gestores (CLARKE, 2004), a fim de prevenir comportamentos oportunistas (*self serving behaviors*) e aprimorar os mecanismos de transparência das organizações.

2.4.2. Governança corporativa

Em âmbito corporativo, os problemas de agência se manifestam de três maneiras: entre administradores e acionistas (ou proprietários), entre acionistas controladores e acionistas minoritários, e entre acionistas e não-acionistas (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2018).

A fim de mitigar os conflitos de agência, notadamente aqueles decorrentes da separação de propriedade e controle, isto é, entre administradores e acionistas, desenvolveu-se a disciplina da governança corporativa (FAMA; JENSEN, 1983), que pode ser definida como “um campo da gestão que trata das relações entre conselhos de administração, administração da empresa, acionistas e stakeholders (...), e, que por meio de suas boas práticas, e, mecanismos, buscam maximizar a geração de valor (...), e, concomitantemente, elevar a performance empresarial” (RIBEIRO, 2023).

No âmbito prático, uma popular definição de governança corporativa é aquela apresentada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC:

Governança corporativa é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2023)

Essa definição é importante porque fala sobre a necessidade de implementação de ferramentas de controle para prevenir o comportamento oportunista dos agentes (em linha, portanto, com a teoria da agência), com a potencialidade de reduzir os atos de *misconduct* organizacional, ao menos aqueles realizados em benefício do indivíduo e em prejuízo da organização (ainda que possa haver dúvidas sobre como a governança corporativa seria capaz de prevenir o *pro organizational misconduct*).

No âmbito do mercado de capitais brasileiro, em que as negociações são realizadas no ambiente da B3, as preocupações com a governança corporativa se materializam por meio dos chamados segmentos especiais de listagem, que trazem uma série de requisitos que devem ser observados pelas companhias a fim de mitigar os riscos para os investidores.

Esses instrumentos (que serão apresentados na próxima seção) têm por objetivo reduzir os custos de coordenação decorrentes do grande número de acionistas de uma companhia de capital aberto, que poderiam retirar a eficácia dos mecanismos de governança corporativa (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2018). Porém, considerando episódios recentes como o das Lojas Americanas, deve-se levantar a questão sobre até que ponto os mecanismos existentes no mercado de capitais brasileiro são, de fato, efetivos para deter o *misconduct*.

Existe literatura que identifica, por exemplo, que diferentes estruturas de capital (e, conseqüentemente, de governança corporativa) levam a diferentes formas de *misconduct* (COFFEE, 2005), o que demonstra a impossibilidade de se adotar com segurança modelos “padronizados” de governança corporativa sem nos atentarmos para a realidade das organizações – com estruturas decisórias, culturas organizacionais e relações internas peculiares a cada empresa.

Além disso, o modelo teórico de PALMER (2012) demonstra que o *wrongdoing* pode ter origens diversas, de modo que o foco apenas em requisitos formais de controle e transparência (como ocorre nos segmentos especiais de listagem da B3)

podem ser insuficientes para enfrentar todas as potenciais causas de *misconduct*, já que endereçam problemas relacionados aos conflitos de agência (presentes em todos os âmbitos do mercado de capitais, e não apenas em empresas listadas em segmentos especiais) e deixam de enfrentar outras possíveis causas do desvio de conduta.

2.5. SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3

O mercado financeiro é o ambiente formado por “instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro” entre os agentes econômicos “deficitários” (ou seja, tomadores de recursos) e agentes “superavitários” (poupadores ou investidores), dele fazendo parte os mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2019, p. 29–30).

A principal característica do mercado de capitais é a ausência de intermediação financeira, o que significa que os agentes que necessitam de recursos buscam financiamento diretamente com os investidores, mediante a emissão de títulos ou valores mobiliários (enumerados no art. 2º da Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976) e sua posterior negociação em mercados secundários, organizados ou não (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2019).

A Comissão de Valores Mobiliários considera como mercados organizados os de bolsa e balcão, conforme o art. 4º da Resolução nº 135, de 10 de junho de 2022 havendo, no Brasil, atualmente, apenas uma bolsa de valores, a Brasil, Bolsa e Balcão – B3, sediada em São Paulo/SP.

A regulamentação emitida pela CVM (Resolução nº 135/2022) permite que os “mercados organizados de valores mobiliários podem ser subdivididos em segmentos de listagem e de negociação, levando em conta as características das operações cursadas, os valores mobiliários negociados, seus emissores e investidores, requisitos de listagem e de admissão à negociação, sistema de negociação utilizado e as quantidades negociadas”, o que, no caso da B3, é realizado mediante seus segmentos especiais de listagem: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 (B3, 2024).

Segundo a B3, os segmentos especiais de listagem

prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional (B3, 2024a)

A adesão a um segmento especial de listagem pode ser interpretada como um exercício de sinalização (SPENCE, 2002), por meio do qual as companhias buscam demonstrar a investidores e outras partes interessadas que há efetivo compromisso com as boas práticas de governança corporativa, conferindo maior segurança aos investidores (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Os segmentos especiais de listagem trazem regras progressivamente mais rigorosas em termos de divulgação de informações (*disclosure*) e de boas práticas de governança corporativa. O comparativo entre cada um dos segmentos de listagem analisados neste trabalho (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) encontra-se na Tabela 04:

Tabela 04: COMPARATIVO DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Capital social	Somente ações ordinárias (ON)	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) (com direitos adicionais)	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os negócios realizados nos últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Novo Mercado, concomitantemente ao IPO quando a oferta (a) for superior a R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitadas as contrapartidas previstas no Regulamento. Em	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os negócios realizados nos últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Nível 2, concomitantemente ao IPO quando a oferta (a) for superior a R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitadas as contrapartidas previstas no Regulamento. Em	Regra geral: 20% Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os negócios realizados nos últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Nível 1, concomitantemente ao IPO quando a oferta (a) for superior a R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitadas as contrapartidas previstas no Regulamento. Em

	relação ao item 'ii', a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos	relação ao item 'ii', a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos	relação ao item 'ii', a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas destinadas a um público restrito de investidores, como, por exemplo, exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao	Não há regra específica, além das DFs	Não há regra específica

	mercado) e <i>press release</i> de resultados		
Reunião pública anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	<ul style="list-style-type: none"> - Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado - Código de conduta (com conteúdo mínimo) - Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração - Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, 	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

	informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário		
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado Social)	Não aplicável
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa
<i>Compliance</i>	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo

Fonte: B3 (2024a), adaptado pelo Autor

O regulamento do Novo Mercado, porém, encontra-se em fase de revisão. A B3 abriu consulta pública na data de 02 de maio de 2024, com prazo para recebimento de contribuições até 02 de agosto de 2024. Após esse período, “a B3 divulgará audiência restrita, a fim de que as companhias listadas no segmento votem sobre a proposta final, que também estará sujeita à aprovação da CVM” (B3, 2024b).

A tabela comparativa trazida acima permite perceber a influência da teoria da agência, dada a grande ênfase em requisitos relacionados ao controle da administração (como a exigência de número mínimo de conselheiros independentes, obrigatoriedade de instalação de auditoria interna, *compliance* e comitê de auditoria em companhias listadas no Novo Mercado) e à redução da assimetria informacional (como a necessidade de divulgação de determinadas informações também em inglês, além da publicização de diversas políticas corporativas).

A literatura brasileira a respeito dos segmentos especiais de listagem (em especial o Novo Mercado), porém, não vem se debruçando sobre esse tipo de questão.

O levantamento da bibliografia na plataforma Spell, por exemplo, identifica 38 (trinta e oito) artigos em que a expressão “Novo Mercado” aparece como palavra-chave. Destes, apenas 3 (três) continham discussões com temas relacionados a desvio de conduta, mas nenhum deles realizou a análise das práticas de governança sob o enfoque da teoria da agência: um deles analisou as mudanças nas práticas de *compliance* nas empresas envolvidas na Operação Lava Jato (SOUSA et al., 2024); e os outros dois analisaram a prática de gerenciamento de resultados em empresas do Novo Mercado (PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014; SENA; FILHO; MOREIRA, 2020).

O gerenciamento de resultados aparece em outros trabalhos (MENDES et al., 2018), e o levantamento realizado a partir da plataforma Spell demonstra uma concentração de estudos na área das ciências contábeis (GANZ; SCHLOTEFELDT; RODRIGUES JUNIOR, 2020; PEREIRA et al., 2017; RIBEIRO; OLIVEIRA, 2019; SALVADOR et al., 2022), bem como estudos correlacionando governança corporativa e desempenho (BORGES et al., 2016; DEGENHART et al., 2021; GELMAN; CASTRO; SEIDLER, 2015), ou entre governança corporativa e valor da empresa (ANDRADE, 2008; LAMEIRA; JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2007).

Com relação à teoria da agência e Novo Mercado, foi identificado apenas um estudo que correlacionou a adesão a esse segmento de listagem com a redução de assimetria informacional da política de dividendos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012), tendo evidenciado que (ao menos nesse caso), a adesão ao Novo Mercado melhorou o nível de *disclosure*.

Mesmo na *Revista Brasileira de Governança Corporativa*, aliás, a pesquisa pelo termo “teoria da agência” apresenta apenas seis resultados, sendo um deles o famoso ensaio de Kathleen M. Eisenhardt (já citado neste trabalho), quatro ensaios

teóricos (MACHADO; SANTOS; RAUPP, 2024; MARTINS; JUNIOR; ENCISO, 2018; MEGLIORINI; RODRIGUES, 2017; SANTOS; SOARES, 2016) e apenas um trabalho com olhar para o mercado de capitais, mas com ênfase na relação entre governança e valor de mercado das empresas (SANTOS; RAUPP; ORSO, 2023).

Verifica-se, assim, que há uma lacuna na produção teórica brasileira a respeito dos segmentos especiais de listagem da B3. Diante da ausência de estudos dedicados especificamente ao desvio de conduta em empresas que aderiram voluntariamente a práticas mais rigorosas de governança corporativa (e ainda assim as desrespeitaram), este trabalho buscará analisar e classificar os diferentes episódios de *misconduct* organizacional ocorridos no mercado de capitais brasileiro, a partir das categorias explicativas propostas por PALMER (2012).

3. METODOLOGIA

A pesquisa adotou a metodologia qualitativa, por meio de estudo de casos (episódios de desvio de conduta nos segmentos especiais de listagem da B3), documental, a partir da análise de dados secundários representados pelas decisões da Comissão de Valores Mobiliários em processos administrativos sancionadores, e utilizará o método de análise de conteúdo. O método utilizado será a análise de conteúdo, na forma como proposto por KRIPPENDORFF (2013).

Em temas como o desvio de conduta, o estudo do contexto organizacional mostra-se relevante, o que nem sempre pode ser capturado pela pesquisa quantitativa – diferentemente da pesquisa qualitativa, que oferece a possibilidade de estudar de que maneira os indivíduos agem no mundo real, ou seja, seus comportamentos, e respostas a incentivos ou autoridade (YIN, 2016).

Por sua vez, a escolha por dados secundários se justifica porque os processos administrativos sancionadores da CVM permitem uma visão abrangente dos episódios de desvio de conduta, com descrições sobre questões fáticas e jurídicas relacionadas ao caso (inclusive argumentos trazidos pelos infratores, o que não ocorre, por exemplo, em matérias jornalísticas).

Além disso, existem dificuldades relacionadas à obtenção de informações por meio de entrevistas ou questionários, uma vez que se tratam de questões sensíveis que podem expor organizações ou indivíduos a consequências muito graves (LINSTED; MARÉCHAL; GRIFFIN, 2014). Assim, a utilização de informações disponíveis publicamente em processos administrativos permite ter uma visão (ainda que parcial) dos casos de *misconduct* corporativo, contornando algumas das dificuldades das pesquisas nesse tema.

3.1. DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS

Em um trabalho de pesquisa, o pesquisador deve apresentar o significado dos principais conceitos utilizados, sob pena de prejudicar a validade e confiabilidade do estudo (MARTINS; PELISSARO, 2005).

Para tanto, é relevante a utilização de definições constitutivas e operacionais, sendo as constitutivas aquelas “comuns”, presentes na teoria e que definem “palavras com outras palavras” (MARTINS; PELISSARO, 2005, p. 82), enquanto as definições

operacionais servem para atribuir significado a um conceito por meio dos fenômenos analisados (MARTINS; PELISSARO, 2005), por meio de exemplos (MELGAREJO, 2019).

Nesta pesquisa, os termos mais comumente utilizados – e, portanto, necessitam de definições - são: desvio de conduta; governança corporativa; e segmento especial de listagem, esclarecidos na Tabela 05:

Tabela 05: DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS

Conceito	Definição Constitutiva	Definição Operacional
Desvio de conduta	“(…) <i>behavior that social control agents label as wrongful</i> ” (PALMER, 2012, p. 33)	Qualquer comportamento que tenha violado uma norma legal ou regulamentar, e tenha sido punido pela CVM
Segmento de listagem	Regras de governança corporativa mais rigorosas para empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3, 2024)	Empresa era integrante de um dos seguintes segmentos quando ocorreram os casos de <i>misconduct</i> : Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado
Governança Corporativa	Princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2023)	Papeis e responsabilidades previstas em lei e regulamentos, com finalidade de limitar ou controlar o poder dos administradores de empresas abertas

Fonte: elaborado pelo Autor

Considerando os limites deste trabalho, a análise dos atos de *misconduct* organizacional concentrou-se sobre os atos violadores do direito no âmbito do mercado de capitais brasileiro, que são aqueles sancionados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM na condição de instituição formal (na linguagem da NEI) ou, ainda, agentes de controle social (na terminologia de Palmer). Porém, considerando que as atribuições da CVM se limitam à investigação e punição de delitos administrativos, o aspecto criminal das fraudes corporativas não foi objeto de análise por este trabalho.

3.2. COLETA DE DADOS

Foi realizada a busca dos julgamentos proferidos pela CVM em Processos Administrativos Sancionadores (PAS) em casos envolvendo companhias abertas listadas em um dos segmentos especiais de listagem da B3 (Nível 1, Nível 2 ou Novo

Mercado), em que tenha havido decisão condenatória (ou seja, que tenha sido reconhecida a ocorrência de um ou mais atos de *misconduct* organizacional).

Utilizou-se a ferramenta de busca disponibilizada pela CVM no ano de 2024 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2024), mediante buscas independentes com os termos “Novo Mercado”, “Nível 1” e “Nível 2”. Com isso, foram localizados todos os julgamentos em que há menção a alguma dessas expressões no relatório ou no voto do Diretor responsável, uma vez que os julgamentos não são indexados na ferramenta de busca com base nos segmentos especiais de listagem.

A partir dos resultados trazidos, foi realizada a leitura das ementas, com exclusão dos casos em que houve absolvição de todos os envolvidos (independentemente do fundamento da absolvição). E, considerando que o recorte de análise são os segmentos especiais de listagem da B3, também foram excluídos os processos sancionadores que não envolvam companhias abertas – por exemplo, julgamentos contra auditores independentes, fundos de investimento, assessores autônomos de investimento, gestores de fundos, ou organizações envolvidas em ofertas públicas irregulares de valores mobiliários.

Por fim, após a seleção dos processos relacionados unicamente a empresas de capital aberto, foi feita a leitura integral dos acórdãos, categorizando os casos (a tabela a ser utilizada encontra-se no Anexo I). Além disso, como o foco do trabalho são apenas as empresas integrantes dos segmentos especiais de listagem no momento da ocorrência do *misconduct*, foi realizado o cruzamento dos acórdãos com o histórico de listagens e deslistagens nos segmentos especiais, disponibilizado no site da B3.

O propósito da coleta das decisões é permitir o confronto dos dados com a teoria (YIN, 2016), especialmente a teoria do *normal organizational wrongdoing* (PALMER, 2012), a teoria da agência e as teorias sobre governança corporativa, a fim de proporcionar fundamentos sólidos para analisar e interpretar os dados.

A quantidade de decisões analisadas e o recorte temporal não foram definidos *a priori*, uma vez que foram analisadas tantas quantas fossem necessárias pelo critério da saturação, ou seja, até que nenhum dado novo emergja das análises e todos os conceitos teóricos tenham sido adequadamente desenvolvidos (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019). Assim, a busca foi feita em toda a base de dados da CVM.

As decisões identificadas foram analisadas pela técnica de análise de conteúdo conforme proposta por KRIPPENDORFF, que a define como uma técnica

para elaborar inferências válidas e replicáveis a partir de textos para seus respectivos contextos. (KRIPPENDORFF, 2013).

3.3. ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados foi realizada com base nas decisões proferidas em Processos Administrativos Sancionadores, em que foram identificados os atos praticados pelos envolvidos nos episódios de *misconduct* a partir do relatório e do voto proferido pelo Diretor responsável. A partir das leituras das decisões, foram definidos critérios que permitissem classificar os casos de *misconduct* analisados dentro das cinco categorias explicativas propostas por PALMER (2012) a respeito do *normal organizational wrongdoing*, quais sejam: sistemas administrativos, influência da situação social, estruturas de poder, comportamento acidental e controle social (PALMER, 2012).

A metodologia utilizada foi a análise de conteúdo, segundo a proposta metodológica de KRIPPENDORFF (2013).

Por esse método, o pesquisador parte de textos (ainda que KRIPPENDORFF alerte que a metodologia não se restringe à análise de materiais escritos (2013, p. 19) inseridos em um determinado contexto. Neste trabalho, os “textos” são as decisões da CVM, no contexto de processos administrativos sancionadores com decisão condenatória (ou seja, em que ficou demonstrada a ocorrência de *wrongdoing*).

Em seguida, esses textos são submetidos ao processo de “análise de conteúdo”, que consiste em uma sequência de atividades destinadas a produzir dados.

KRIPPENDORFF (2013) apresenta seis passos que devem ser seguidos em uma análise de conteúdo para que a pergunta de pesquisa seja respondida: *unitizing*, *sampling*, *recording*, *reducing*, *inferring* e *narrating*, sendo que os quatro primeiros estão relacionados à “produção de dados” (*data making*) (KRIPPENDORFF, 2013, p. 83–87).

Na análise de conteúdo, os dados são fruto dos procedimentos definidos para responder às perguntas de pesquisa relacionadas a um determinado fenômeno (no presente caso, as explicações quanto à origem do *misconduct* organizacional) no contexto de determinados textos (KRIPPENDORFF, 2013), ou seja, as decisões de processos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários.

Unitizing é a atividade de distinguir, de maneira sistemática, segmentos do texto relevantes para a análise (KRIPPENDORFF, 2013). Neste trabalho, esses elementos são as descrições dos casos de *misconduct* constantes nas decisões da CVM, que trouxessem informações relevantes, como por exemplo quem foi o responsável pelo desvio de conduta, estruturas de controles internos e de governança corporativa na empresa envolvida, ou dispositivo legal violado.

O *sampling*, por sua vez, é a tarefa de definir o tamanho da amostra que representa adequadamente o conjunto de textos analisados, e em uma análise de conteúdo normalmente é operacionalizada mediante a apresentação de citações do texto analisado (KRIPPENDORFF, 2013).

Recording/coding são as tarefas de registrar o conteúdo (por exemplo, gravar um discurso) para permitir a utilização do material no futuro, e transformar os textos em algo que possa ser analisado (KRIPPENDORFF, 2013). A ferramenta utilizada foi o *software* ATLAS.ti, que permite que bases de dados desestruturadas (como o conjunto de decisões da CVM) sejam catalogadas e classificadas a partir dos *inputs* definidos pelo pesquisador (SILVA JUNIOR; LEÃO, 2018). Para este trabalho, a ferramenta foi utilizada para enquadrar as decisões localizadas dentro dos critérios explicativos propostos por PALMER (2012).

Por fim, a última etapa do *data making* é o *reducing*, que consiste em transformar grandes bases de dados (no caso, o conjunto da íntegra de todas as decisões analisadas) em uma representação mais eficiente (KRIPPENDORFF, 2013). Isso foi possível após a identificação das explicações do *misconduct* em cada caso, e posterior categorização e tabulação dos resultados.

Concluídas essas atividades, torna-se possível ao pesquisador realizar inferências abduativas a partir dos dados coletados e produzidos, interrelacionando os elementos descritivos do texto com o seu “significado” (KRIPPENDORFF, 2013). Portanto, a tarefa de *inferring*, nesta pesquisa, teve a finalidade de interpretar de que maneira os fatos presentes nos processos administrativos demonstram a ocorrência de casos de *misconduct* conforme as categorias explicativas utilizadas nesta pesquisa.

E, vencida a etapa de *inferring*, é necessário relatar (*narrating*) os resultados da pesquisa de maneira que ela se torne compreensível por outros pesquisadores (KRIPPENDORFF, 2013), e que será materializada justamente na versão final do trabalho a ser apresentada.

3.4. VALIDADE E CONFIABILIDADE

Ao elaborar uma pesquisa qualitativa, é necessário que sejam adotadas cautelas para garantir que os dados tenham sido adequadamente coletados e interpretados (YIN, 2016) – são os problemas da validade e confiabilidade do estudo.

Isso decorre do fato de que em estudos qualitativos, “o contexto, a interpretação do pesquisador, e a construção, reflexão, e reconstrução da informação são importantes elementos para obter uma boa compreensão do fenômeno sob investigação” (tradução livre) (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019, p. 102–103), sendo necessário demonstrar o “passo a passo” seguido pelo pesquisador para a coleta, análise e interpretação dos dados, bem como sua triangulação com a teoria (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019).

3.4.1. Validade

Um estudo qualitativo válido é aquele que interpreta corretamente os dados analisados, de modo que as conclusões de pesquisa representem de maneira adequada o objeto de estudo (YIN, 2016).

A validade de estudos qualitativos se extrai a partir de uma perspectiva processual, e deve observar as seguintes etapas:

- A. Atenção do pesquisador quanto ao projeto de pesquisa que inicialmente busca estabelecer o domínio, o desenho e as limitações da pesquisa e o alinhamento com o tema, o *design* e o método de investigação (i.e., critérios para seleção de um ou mais casos, dados a serem coletados, e formas de coleta, e análise de dados);
- B. Organização dos dados coletados (i.e., escolhas dos participantes e informantes, adoção de observação participante ou não, seleção de documentos etc);
- C. Codificação dos dados e análises que estabeleça a estrutura da correta conexão entre conceitos, evidências e categorias;
- D. Análise dos dados que busque compreender o fenômeno a partir de múltiplas fontes de dados de maneira completa; e
- E. Discussão dos resultados e retorno à teoria, que completa o processo de teorização (tradução livre) (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019, p. 104)

Neste trabalho, a primeira etapa para demonstrar a validade da pesquisa é a validação do *design* da pesquisa, com a indicação dos critérios e métodos de investigação. Foi realizada a busca dos julgamentos proferidos pela CVM em

Processos Administrativos Sancionadores (PAS) em casos envolvendo companhias abertas listadas em um dos segmentos especiais de listagem da B3 (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), em que tenha havido decisão condenatória (ou seja, que tenha sido reconhecida a ocorrência de um ou mais atos de *misconduct* organizacional).

Como critério de exclusão, não foram analisados processos em que houve absolvição, e foram excluídas também as ocorrências em agentes do mercado que não são companhias listadas na B3 (como distribuidores de títulos e valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, ou empresas de capital fechado).

Os dados coletados foram catalogados conforme a Tabela indicada no Anexo I, identificando: número do processo; ementa; descrição do caso de *misconduct*; relator; tipo de agente; segmento especial de listagem; envolvidos; dispositivo legal violado; decisão; penalidade aplicada; resultado do julgamento; data do julgamento; data dos fatos; observação.

A partir dessa catalogação, foi realizada a leitura integral das decisões, o que permitiu a codificação dos dados a fim de enquadrá-los dentre as propostas explicativas de PALMER (2012) sobre o *misconduct* organizacional: sistemas administrativos, influência da situação social, estrutura de poder, comportamento acidental, e controle social (PALMER, 2012).

A fonte dos dados a serem analisados é apenas a jurisprudência da CVM. Todavia, de modo a se cumprir o quarto passo do processo (análise dos dados que busque compreender o fenômeno a partir de múltiplas fontes de dados de maneira completa), serão selecionadas tantas decisões quanto necessárias para atingir o critério de saturação (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019).

Por fim, os achados de pesquisa foram discutidos à luz das teorias trazidas no referencial teórico deste trabalho (o *normal organizational wrongdoing*, a teoria da agência, e a governança corporativa), concluindo o processo de teorização.

3.4.2. Confiabilidade

A confiabilidade (*trustworthiness*) de um estudo qualitativo deve ser demonstrada a partir do rigor metodológico empregado para coletar os dados sob análise (YIN, 2016), o que permite que outros pesquisadores possam repetir a pesquisa e alcançar resultados semelhantes (PAIVA JÚNIOR; LEÃO; MELLO, 2011).

A replicabilidade, a propósito, é apontada por KRIPPENDORF (2013) como a forma mais importante de confiabilidade de uma pesquisa.

PAIVA JÚNIOR *et al* (2011) propõe cinco critérios para avaliar a confiabilidade de um estudo qualitativo: triangulação; reflexividade; construção do *corpus* de pesquisa; descrição clara, rica e detalhada; e *feedback* dos informantes.

A triangulação pressupõe a utilização de mais de uma forma de corroborar ou avaliar procedimentos, dados ou achados de pesquisa (YIN, 2016), podendo ser realizada de quatro diferentes maneiras: entre fontes de dados; entre pesquisadores; entre diferentes teorias; ou entre métodos de pesquisa (PAIVA JÚNIOR; LEÃO; MELLO, 2011).

Considerando que este trabalho utilizou como fontes de dados apenas a jurisprudência da CVM (uma fonte de dados), por meio da análise de conteúdo dos julgamentos (um único procedimento metodológico), e diante da ausência de pesquisas semelhantes, a triangulação dar-se-á por meio das teorias apresentadas na revisão da literatura (notadamente a perspectiva do *normal organizational wrongdoing*, com apoio na teoria da agência).

A reflexividade, por sua vez, “é um critério de confiabilidade e diz respeito ao antes e ao depois do acontecimento, gerando transformação no pesquisador, uma vez que vai se tornando uma pessoa diferente por considerar as inconsistências do estudo ao longo do processo permanente de realização” (PAIVA JÚNIOR; LEÃO; MELLO, 2011, p. 198), sendo fundamental para se evitar vieses do pesquisador.

Neste trabalho, a busca pela reflexividade ocorreu desde a concepção do *design* de pesquisa, em que não se colocou nenhum critério prévio para análise das possíveis explicações do *misconduct* nos julgamentos identificados. Além disso, constantemente foi necessário retornar à teoria para interpretar os dados extraídos das decisões, correlacionando os fatos ocorridos com as explicações sobre *misconduct* em PALMER (2012) e/ou com as premissas da teoria da agência.

O terceiro critério (construção de um *corpus* de pesquisa) é equivalente à construção de uma base amostral adequada (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019), e deve ser cumprido por meio do critério da saturação. Isso significa que, neste pesquisa, não houve uma delimitação prévia do número de decisões analisadas, tampouco foi estabelecido um recorte temporal, de modo que foram selecionadas tantas decisões de processos sancionadores que preencham os critérios de pesquisa (decisão condenatória por *misconduct* ocorrido em empresa de capital aberto) quantas forem

necessárias para que não emergja nenhum dado novo relevante, e para que os conceitos teóricos sejam bem desenvolvidos (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019).

A “descrição clara, rica e detalhada” exige que seja produzido uma descrição abrangente do contexto pesquisado e das etapas de pesquisa, o que permitirá a transferibilidade do estudo – ou seja, permitirá que outros pesquisadores repliquem a metodologia utilizada (PAIVA JÚNIOR; LEÃO; MELLO, 2011). Isso foi obtido por meio da descrição da metodologia a ser empregada, dos critérios justificadores de inclusão ou exclusão de Processos Administrativos Sancionadores Analisados, bem como da descrição de quais foram os elementos utilizados para categorizar cada caso dentre as explicações propostas por PALMER (2012).

Por fim, o *feedback* dos participantes é um critério de confiabilidade que inaplicável ao presente trabalho, que utilizará unicamente a análise documental (ou seja, sem a realização de entrevistas ou submissão de questionários a participantes da pesquisa).

4. DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. SELEÇÃO DOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES

No mês de agosto de 2024, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM disponibilizou uma nova ferramenta de busca para pesquisa de processos administrativos sancionadores (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2024).

A plataforma contém 1.272 decisões, referentes a casos analisados pelo colegiado da CVM entre 1999 e 2024. Os processos dizem respeito não apenas a empresas com ações listadas em bolsa, mas também aos demais atores do mercado de valores mobiliários (tais como assessores e agentes autônomos de investimento, corretoras, fundos de investimento, emissores de valores mobiliários, auditores independentes), de modo que a quantidade de processos administrativos julgados referentes a empresas listadas em bolsa é aproximadamente 15% do total julgado pela CVM no período (e que foram objeto de análise neste trabalho).

Por meio da nova plataforma, foram inseridos como critérios de busca as expressões “Novo Mercado”, “Nível 1” e “Nível 2”, o que trouxe um total de sessenta resultados. Esse número, porém, contempla algumas duplicidades, uma vez que alguns acórdãos trazem duas ou mais expressões.

Ao final, após a exclusão das duplicidades e dos processos em que houve apenas absolvições, foram selecionados treze casos para análise, sendo seis relacionados a empresas listadas no Novo Mercado, dois casos de empresas listadas no Nível 2, e cinco de empresas listadas no Nível 1, identificados na Tabela 06 abaixo.

Também foram excluídas companhias que se envolveram em episódios de desvio de conduta anteriores à adesão a um segmento especial de listagem. Por exemplo, o Processo nº RJ2014/591, julgado em 2016, impôs multa pecuniária a diversos acionistas da GPC Participações S.A por votarem matéria que lhes interessava diretamente, violando as regras de proibição de voto previstas na Lei das Sociedades por Ações. A companhia, que atualmente se encontra no Nível 1 da B3, à época dos fatos estava listada no segmento básico da Bolsa de Valores.

Os casos selecionados são heterogêneos com relação ao setor econômico, agentes envolvidos, dispositivos legais violados e momento da ocorrência, muito embora haja uma super-representação de casos relacionados ao Grupo X (do empresário Eike Batista), com três episódios distintos.

Tabela 06: CASOS DE *MISCONDUCT* EM EMPRESAS INTEGRANTES DE SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM

Código	Segmento de listagem	Companhia	Nº do processo	Nº Páginas
NM.a	Novo Mercado	CCX Carvão da Colômbia S.A.	RJ2013/10321	48
NM.b	Novo Mercado	OSX Brasil S.A.	RJ2013/13172	35
NM.c	Novo Mercado	Rossi Residencial S.A.	19957.000174/2016-77	43
NM.d	Novo Mercado	B3 S.A.	19957.003480/2021-22	86
NM.e	Novo Mercado	Petrorio S.A.	19957.009206/2018- 61	113
NM.f	Novo Mercado	OSX Brasil S.A.; OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	19957.000594/2015-72	70
N2.a	Nível 2	Petrobrás S.A.	19957-011654-2019-14	177
N2.b	Nível 2	UOL S.A.	RJ2012/4062	24
N1.a	Nível 1	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	19957.010256/2019-72	36
N1.b	Nível 1	OI S.A.	19957.004415/2016- 57	151
N1.c	Nível 1	Banco BTG Pactual S.A.	RJ2004/3456	9
N1.d	Nível 1	Sadia S.A.	SP2007/0118	11
N1.e	Nível 1	Sadia S.A.	07/07	11

Fonte: elaborado pelo Autor

O número de casos localizados segundo os critérios de pesquisa não é excessivo, se considerado o total de julgamentos realizados pela CVM e disponibilizados em sua base de dados (especialmente se considerarmos que os segmentos especiais de listagem foram implementados pela B3 no ano 2000). Além disso, o fato de haver repetição de alguns dos infratores (com o Grupo X e a Sadia) parece indicar antes fragilidades internas a essas organizações do que falhas no regramento dos segmentos de listagem (que aparentemente tem cumprido papel de redução de atos de desvio de conduta).

4.2. CODIFICAÇÃO DOS DADOS PELO ATLAS.TI

Conforme exposto no capítulo sobre a Metodologia deste trabalho, a primeira etapa de uma análise de conteúdo é o chamado *unitizing*, que é a tarefa de distinguir, de maneira sistemática, segmentos do texto relevantes para a análise (KRIPPENDORFF, 2013).

Para que fosse possível realizar essa atividade, foi realizada a leitura integral das decisões dos processos administrativos sancionadores indicados na Tabela 06, a

fim de criar um índice de termos que se relacionassem com as categorias propostas por PALMER (2012) acerca do *normal organizational wrongdoing*.

Porém, a primeira leitura das decisões demonstrou que determinados fatos possuíam maior afinidade com categorias relacionadas ao *abnormal organizational wrongdoing*, notadamente a noção de escolha racional, que enxerga os integrantes de organizações como agentes que realizam ações baseadas em cálculos de custo-benefício (PALMER, 2012, p. 42).

Assim, foram criados códigos dentro da ferramenta Atlas.ti com o nome de cada uma das categorias explicativas do *wrongdoing* organizacional propostas por Palmer (2012), com base na descrição dos casos constantes nos relatórios dos acórdãos.

Tabela 07: CÓDIGOS UTILIZADOS NO ATLAS.TI

Código	Descrição dos elementos de texto
Controle social	Referência a normas regulamentares criadas pela própria CVM, boas práticas de contabilidade (regras setoriais)
Cultura organizacional	Práticas reiteradas da companhia indicando a ocorrência sistemática de <i>wrongdoing</i>
Escolha racional	Atuação do agente para obtenção de benefício próprio ou de terceiros, como utilização de informação privilegiada
Estruturas de poder	Atuação de membros da alta administração, diretamente ou mediante o direcionamento de subordinados
Influência da situação social	Práticas de <i>wrongdoing</i> decorrentes de pressões competitivas ou influências externas, proposital ou não
Sistemas administrativos	Políticas internas da companhia, regulamento dos segmentos de listagem
<i>Wrongdoing</i> acidental	Interpretação equivocada de proibição

Fonte: elaborado pelo Autor

Os códigos foram, também, classificados em dois grupos, a partir da divisão entre desvio de conduta como fenômeno *normal* ou *anormal*, categorias de análise utilizadas neste trabalho para classificar e (tentar) explicar os episódios analisados.

A definição das amostras (etapa do *sampling*) foi realizada a partir da leitura das decisões, com a extração das citações relevantes para ilustração das categorias explicativas de PALMER (2012). Essas amostras serão apresentadas nos respectivos tópicos que apresentarão os resultados das análises do desvio de conduta em cada segmento de listagem, nos tópicos abaixo. Já no âmbito do Atlas.ti, o *sampling* foi realizado a partir do destaque de cada passagem relevante de texto e a atribuição de um código respectivo, conforme definido na Tabela 07 e exposto no tópico a seguir. O quantitativo de casos não foi previamente definido para cada texto analisado, mas

utilizou-se o critério da saturação para que fossem analisados tantos elementos quanto fossem necessários para que nenhuma informação nova emergisse do material (JUNIOR; ABIB; HOPPEN, 2019).

Ao final de cada tópico, será apresentado, em formato de tabela, o enquadramento dos casos analisados com base no *framework* explicativo de PALMER, como uma maneira de retornar à teoria.

4.3. DESVIO DE CONDUTA NO NOVO MERCADO

O Novo Mercado é o segmento de listagem da B3 com as regras de governança corporativa mais rigorosas, com um “conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle” (B3, 2024a).

Ao menos em teoria, o objetivo da criação do segmento do Novo Mercado foi o de aumentar a proteção dos acionistas minoritários, mediante um ambiente de maior transparência (RIBEIRO; OLIVEIRA, 2019). Contudo, a ocorrência de casos de desvio de conduta demonstra que mesmo a adoção de padrões mais elevados de governança corporativa não é barreira absoluta para malfeitos.

Os casos envolvendo as empresas do Grupo X (do empresário Eike Batista) são bastante ilustrativos. O PAS nº RJ2013/10321 (Código NM.a) penalizou diversos diretores e ex-diretores da CCX Carvão da Colômbia S.A pela ausência de divulgação de fatos relevantes em diversas oportunidades, referentes ao fechamento de capital da empresa (ou seja, a realização de uma Oferta Pública de Aquisição de Ações, também chamada de “OPA”).

O episódio, na verdade, diz respeito a “a três eventos distintos, ainda que relacionados, ocorridos em momentos diferentes e envolvendo administradores diversos da CCX”, a saber: (i) a publicação intempestiva de Fato Relevante relacionado à realização da OPA para fechamento de capital da CCX; (ii) a publicação de Comunicado ao Mercado ao invés de Fato Relevante relativamente à alteração da data do leilão da OPA da CCX; e (iii) a publicação intempestiva de Fato Relevante relacionado à desistência da OPA de fechamento de capital da CCX.

Segundo o termo de acusação, o primeiro dos eventos decorreu da observação de uma oscilação atípica no preço das ações de emissão da Companhia ao longo de alguns pregões em janeiro de 2013. Após os esclarecimentos

apresentados pela empresa, foi construída uma linha do tempo das pessoas que tiveram acesso às informações sobre a intenção de fechamento do capital antes da divulgação do fato relevante ao mercado, todos administradores ou conselheiros da empresa.

Um dos argumentos utilizados pela defesa dos acusados, neste caso, foi o de que:

(...) o fato relevante somente se consubstanciou com a **decisão** do Acionista Controlador, comunicada imediatamente à Companhia ao final da tarde do dia 21.01.13". (...) "até aquele momento, os administradores infra-assinados não dispunham de qualquer informação além de mera especulação de um projeto inicial da OPA contemplado pelo acionista controlador, conforme narrado acima, tendo só, portanto, tomado efetivo conhecimento da realização da OPA com o recebimento da comunicação do Acionista Controlador em 21.01.13 (grifamos)

Porém, a redação da Instrução CVM nº 358 (vigente à época dos fatos) definia fato relevante de maneira ampla, como "qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou **qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios** que possa influir de modo ponderável (...)" (art. 2º da ICVM nº 358).

O termo de acusação, porém, não tratou das operações como fraudulentas, mas apenas apontou que os acusados teriam violado o dever de informar, previsto tanto na Lei das Sociedades por Ações quanto na vigente ICVM 358.

O segundo dos eventos diz respeito à "publicação de Comunicado ao Mercado ao invés de Fato Relevante relativamente à alteração da data do leilão da OPA da CCX", tendo criado "uma assimetria de informação que provavelmente beneficiou os investidores que acompanhavam as agências de notícias e os documentos enviados ao sistema da CVM" (o que acaba indicando a ocorrência de Escolha Racional, fruto do comportamento oportunista dos responsáveis pela divulgação das informações).

O terceiro evento, por sua vez, também está relacionado a não publicação tempestiva de fato relevante. Novamente, houve a negociação de ações por parte do acionista controlador e conselheiro de administração, antes da publicação do fato relevante, gerando benefícios financeiros aos envolvidos.

Já no PAS nº RJ2013/13172 (NM.b), o diretor-presidente da OSX foi punido com pena de multa pela utilização de informação privilegiada. Segundo o termo de acusação, Eike Batista realizou a venda de ações que titularizava na empresa, sob o argumento de que era necessário recompor as ações em *free float* (ou seja, de livre negociação) conforme exigido pelo regulamento do Novo Mercado. Contudo, posteriormente a essa operação, a companhia divulgou Fato Relevante (já sabido pelo presidente quando vendeu suas ações) revendo seu plano de negócios, o que gerou a queda no preço das ações e, conseqüentemente, prejuízo aos investidores.

O que se constatou, nesse caso, foi que se utilizou do regulamento do Novo Mercado como subterfúgio para a prática de um ilícito corporativo, em linha com a explicação de PALMER (2012, p. 128) sobre os sistemas administrativos: “[o]btrusive controls provide relatively explicit guidelines on how organizational participants should complete their tasks, They include rules and standar operating procedures, as well as the division of labor”.

O regulamento do Novo Mercado à época exigia que a empresa mantivesse ao menos 25% de suas ações em circulação (entendidas como “todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria”, nos termos do Regulamento do Novo Mercado). A empresa já havia sido advertida pela Bolsa de Valores para recompor o percentual de *free float*, tendo sido estabelecido prazo para tanto.

Assim, a OSX teria informado ao mercado que, a fim de recompor o percentual mínimo do *free float*, o acionista controlador teria alienado, na mesma data da comunicação, aproximadamente 10 milhões de ações, ao preço de R\$ 3,40 por ação.

Menos de um mês após a operação, a empresa divulgou a atualização de seu plano de negócios, por meio de Fato Relevante, o que levou a uma queda no preço das ações para R\$ 2,34.

Conforme foi descrito no termo de acusação, a atualização do Plano de Negócios teve início em reunião de diretoria em 15/04/2023, apenas 4 dias antes da venda de ações pelo acionista controlador. A CVM, nesse ponto, argumentou que “é sabido que um investidor que tomasse conhecimento do Plano antes de sua divulgação ao mercado saberia, antes de todos os outros investidores, da grande probabilidade de queda nas ações de emissão da OSX quando essas informações fossem divulgadas” (NM.b).

A defesa buscou amparo na própria legislação do mercado de capitais brasileiro para justificar sua conduta:

53. Ademais, não se pode concordar com o argumento da Defesa de que o Caderno “Uso de Informação Privilegiada (Insider Trading)”, elaborado pela CVM, permitiria a negociação de ações quando esta decorresse do cumprimento de uma obrigação, ainda que na presença de informação relevante e sigilosa, em razão do seguinte trecho do mencionado caderno:

“Negociação com base em obrigação As normas não devem proibir que transações legítimas sejam realizadas no mercado, especialmente se a pessoa está negociando em atendimento a uma obrigação legal ou regulamentar ou por força de uma obrigação irrevogável e irretroatável de operar. Por exemplo, o art. 15-A da ICVM 358/02 autoriza que os Insiders Primários negociem valores mobiliários de emissão da companhia, desde que previsto em seus planos individuais de investimento.

Assim, se houver tal previsão, eles são obrigados a realizar as negociações seguindo seus planos individuais de investimento, independente de terem ou não conhecimento de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

54. Isto porque a situação dos autos não se confunde com a autorização de negociação baseada em política de negociação prevista no art. 15-A da Instrução CVM nº 358/2002, que estabelece estritas condições para que as operações ocorram, dentre estas as datas e quantidades dos negócios (...)

A argumentação da defesa se ampara numa série de normas para justificar a licitude da conduta, o que demonstra na prática a proposição de PALMER (2012) de como uma série de diferentes normas pode atuar em conjunto para facilitar o *wrongdoing*.

Além da explicação dos sistemas administrativos, a utilização de informação privilegiada para a obtenção de ganho pessoal reflete a atuação oportunista do diretor presidente, conforme explicado pela teoria da agência, compreendido como “uma ação intencional em que os agentes econômicos buscam os seus próprios interesses nas transações, agem em benefício próprio aproveitando-se de lacunas ou omissões contratuais em detrimento dos parceiros” (SILVA; BRITO, 2013), e que se manifesta pela “manipulação estratégica da informação ou falseamento das intenções” (SILVA; BRITO, 2013).

Neste caso, a “manipulação” foi reconhecida pelo voto vencedor no caso, que apontou que a “prevalecer a tese da Defesa, a necessidade de a OSX adequar o seu *free float* entre 21.03.2012 e 19.04.2013 permitiria a Eike Batista vender ações da Companhia quando melhor lhe aprouvesse, ainda que ciente da existência de informação sigilosa pendente de divulgação”.

Também o quarto episódio envolvendo empresas do grupo X (NM.f) traz roteiro semelhante, em que Eike Batista utilizou informações privilegiadas (o

conhecimento sobre fatos negativos da empresa) para negociar suas ações no mercado. Nesse caso específico houve circunstâncias agravantes, em que o próprio acusado utilizou as redes sociais para propagar informações positivas, mas inverídicas, sobre suas empresas, a fim de atrair investidores.

Há, nesses casos, um padrão que demonstra o controle do fluxo de informações entre a empresa e o mercado destinado a beneficiar os diretores e acionistas controladores, em detrimento dos demais acionistas. A literatura identifica esse comportamento com o nome de “malevolência epistêmica”, comportamento por meio do qual organizações produzem engano de maneira intencional, por meio da manipulação de informações, a fim de criar ou manter uma falsa crença (MEYER; CHOO, 2023).

No grupo X, essa “malevolência epistêmica” se manifestava pelo controle de informações com o atraso na divulgação de fatos relevantes (NM.a) ou uso de informação privilegiada (NM.b e NM.f), em benefício do acionista controlador e em detrimento dos minoritários.

Trata-se, aqui, da explicação baseada nas estruturas de poder, que permite que participantes poderosos das organizações busquem cursos de ação que atendam aos seus interesses, em prejuízo dos interesses dos participantes menos poderosos (PALMER, 2012, p. 176).

O único dos casos analisados que não envolve um agente interno à organização foi o PAS nº 19957.000174/2016-77 (NM.c). O processo analisou a responsabilidade da Ernst & Young Auditores Independentes e de dois sócios da empresa de auditoria, responsáveis por auditar as demonstrações financeiras da Rossi Residencial S.A. Em virtude dos fatos, o auditor externo recebeu pena de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), ao passo que os sócios responsáveis foram multados cada um em R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais).

Segundo consta da decisão, a companhia promoveu “ajustes contábeis” retroativos, “decorrentes da revisão, em 2012, do critério utilizado para o reconhecimento de receitas e custos provenientes de seus empreendimentos imobiliários”. E, em função destes ajustes, houve uma redução permanente do patrimônio líquido na ordem de R\$ 100 milhões de reais, bem como redução de R\$ 605 milhões no patrimônio líquido com previsão de reversão em até 24 (vinte e quatro meses). Segundo a companhia informara à época, os ajustes se deveram a revisão de suas práticas contábeis.

O que foi analisado pela CVM, porém, não foi a conduta da companhia, mas dos responsáveis por auditar suas demonstrações financeiras, tendo a autarquia concluído que os auditores independentes descumpriram regras contábeis ao deixar de apontar as ressalvas necessárias. Segundo HAENSEL, a “prestação do serviço pelo auditor independente no mercado de valores mobiliários consiste em certificar que as demonstrações financeiras de um emissor observam os requisitos da lei e os padrões da profissão” (HAENSEL, 2014, p. 92) – papel este não cumprido no caso em análise.

A CVM considerou se tratar de infração de natureza grave, indicando a violação de normas referentes à “conduta profissional e ao exercício da atividade dos auditores independentes”, o que se enquadra perfeitamente na definição de PALMER (2012) sobre *ethical principles*:

Ethical principles consist of written or unwritten guidelines and prohibitions. Conformity to ethical guidelines or prohibitions can be monitored and enforced by a collegial body or can be policed more informally. **Some ethical principles are embodied in official professional codes of ethics, such as those that cover certified public accountants.** Conformity to these codes of ethics tends to be monitored and enforced by professional societies, such as the American Institute of Certified Public Accountants (p. 26).

Não há qualquer elemento no relatório que permita inferir as “causas” do *wrongdoing* praticado pelos auditores independentes, o que prejudica a análise e eventual enquadramento do episódio no *framework* adotado. Porém, em se considerando a atuação dos auditores por uma perspectiva de boa-fé, seria possível alinhar a atuação dos auditores no caso aos achados de XIA ET AL (2023). Para os autores, estes profissionais podem nem sempre ser capazes de identificar a ocultação de informações por parte de gestores, em função de baixa qualificação técnica, de modo que as auditorias acabam por assumir características meramente cerimoniais (XIA et al., 2023).

Caso seja possível o acolhimento desta explicação, seria possível enquadrar o caso sob a perspectiva do *wrongdoing* acidental, que ocorre quando os atores não possuem a capacidade de processar as informações disponíveis sobre o caráter indevido da conduta (PALMER, 2012, p. 212), no caso, a inadequação da metodologia contábil utilizada pela empresa auditada. Essa conclusão pode ser extraída do relatório da CVM:

O terceiro aspecto que, a meu ver, também deve ser considerado é que, segundo apontam os Acusados, a Rossi vinha utilizando o método do POC Individual desde 2003. **Apesar de os próprios Acusados terem admitido em sua defesa que o POC Individual poderia ser considerado “pouco usual”, em nenhum momento anterior havia sido suscitado qualquer questionamento no sentido de que fosse contrário a lei ou às normas contábeis então vigentes.** Bem verdade que, como visto, foi justamente com relação às DFs do exercício findo em 2010 que a adoção do IFRS e da prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica se consagrou mandatária no Brasil (grifamos)

Chama a atenção a existência de episódio envolvendo a próprio B3 (Código NM.d), ou seja, a própria organização que desenvolveu o regulamento do Novo Mercado.

No caso, houve a condenação do então Diretor Presidente da BM&F (companhia que administrava a Bolsa de Valores brasileira e, após a fusão com a CETIP, passou a se chamar B3 – Brasil, Bolsão e Balcão) à pena de advertência (a mais leve prevista na legislação) por “celebrar e executar aditamentos a contratos de outorga de opção de compra em condições diversas daquelas previstas no Plano BM&F, conforme aprovado em decisão assemblear”.

O Diretor Presidente, ao assinar os termos de outorga de opções de compra de ações com empregados da B3, excedeu os limites e condições aprovados em Assembleia, mediante aditamentos, violando, portanto, disposições legais.

A argumentação da defesa do acusado traz um ponto importante relacionado às supostas (boas) intenções do acusado, que sustentou que “outorga, em si, de opções adicionais aos Beneficiários seria compatível com o interesse social, na visão do acusado”, pois “a celebração dos aditamentos visou a retenção de profissionais chave na BM&FBovespa, mantendo um alinhamento dos interesses dos referidos profissionais com o desempenho futuro da Companhia”.

Um ponto relevante neste caso foi a absolvição dos membros do Conselho de Administração, “pela ausência de elementos suficientes para caracterizar a atuação sem o devido cuidado e diligência exigidos na fiscalização da atuação do Diretor Presidente”. Segundo o entendimento firmado pela CVM, não ficou demonstrado que os conselheiros de administração tenham falhado em seu dever de fiscalizar a atuação da diretoria executiva:

186. E aqui reforço que meu entendimento se relaciona com o aspecto procedimental do dever de diligência. A meu ver, a Acusação não logrou êxito em demonstrar que os acusados (i) tomaram decisões de maneira desinformada, (ii) deixaram de monitorar as atividades da Companhia,

considerando as respectivas funções do conselho de administração e do Diretor Presidente ou (iii) não tomaram adequado conhecimento dos fatos quando alertados por circunstâncias que exigiam maior atenção sobre o assunto.

Ainda, considerou que a defesa “trouxe elementos suficientes para provar a existência de controles internos na Companhia”, ainda que posteriormente o relatório da CVM tenha reconhecido as falhas no registro do processo decisório em atas de reuniões – fato considerado insuficiente “para provar que os órgãos ou outros mecanismos de controles internos da Companhia não eram suficientes para soarem sinais de alerta em relação à execução do Plano BM&F”. E, diante do caráter “procedimental” do dever de diligência, a CVM afastou a responsabilidade dos conselheiros de administração.

A absolvição dos Conselheiros, somada à punição unicamente do Diretor Presidente, pode ser vista como um exemplo de *scapegoating* e sinalização (GANGLOFF; CONNELLY; SHOOK, 2016), com a punição de um “responsável” pelo desvio de conduta como forma de prestação de contas do regulador quanto ao episódio, mas sem um compromisso da CVM com mudanças significativas na governança da empresa (até porque, entre a data dos fatos e o julgamento, houve o transcurso de mais de uma década).

Outro ponto que chama a atenção é que a CVM considerou como circunstância atenuante “a falta de evidências de resultados financeiros não esperados em decorrência da execução do plano BM&F”. Aqui, estar-se-ia diante do chamado *noncompliant behavior to benefit the organization*, ou comportamento não-conforme em benefício da organização (EWELT-KNAUER; SCHWERING; WINKELMANN, 2022), que normalmente é visto de maneira mais leniente (PLOEGER; BISEL, 2013).

O PAS nº 19957.009206/2018- 61 (código NM.e), por sua vez, envolveu uma série de atos fraudulentos, que foram desde a sonegação de informações à CVM, embaraço à fiscalização, ocultação da figura do controlador e prestação de informações incorretas sobre a independência de conselheiros.

Algumas das infrações decorrem de um “efeito cascata” uma da outra.

Ao ocultar a qualidade de acionista controlador do acusado Nelson Tanure, automaticamente houve a possibilidade de se ocultar a ausência de independência dos Conselheiros de Administração. A defesa da PetroRio afirmou o seguinte:

Inquirida pela SEP a prestar esclarecimentos, a Petro Rio, em resposta subscrita por seu DRI, Blener Mayhew (ao ver da Acusação igualmente ligado a Nelson Tanure), afirmou que: (a) **não tinha um acionista controlador, conforme definido na LSA e no regulamento de listagem do Novo Mercado da Bolsa, ao qual estava sujeita, logo não havia que se falar em conselheiros não independentes**; (b) os investimentos em ações de emissão da Oi encontravam-se amparados pela redação do art. 3º de seu estatuto, que definia o seu objeto social: "A Companhia tem por objeto: (...) a participação em outras sociedades como Sócia, acionista ou quotista, no país ou no exterior, independentemente de sua atividade"; e (c) que, "com base em um exame discricionário de conveniência e oportunidade", a administração da Companhia havia decidido pela "realização do investimento em questão, por vislumbrar possibilidades de ganhos que, de fato, teriam se materializado" (grifamos)

A definição de Conselheiro Independente está prevista no Regulamento do Novo Mercado, que assim dispõe:

Art. 16 O enquadramento do conselheiro independente deve considerar sua relação:

I - com a companhia, seu acionista controlador direto ou indireto e seus administradores; e

II - com as sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum.

§1º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, não é considerado conselheiro independente aquele que:

I - é acionista controlador direto ou indireto da companhia;

II - tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia;

III - é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e

IV - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador.

§2º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, as situações descritas abaixo devem ser analisadas de modo a verificar se implicam perda de independência do conselheiro independente em razão das características, magnitude e extensão do relacionamento:

I - é afim até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador;

II - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor de sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

III - tem relações comerciais com a companhia, o seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

IV - ocupa cargo em sociedade ou entidade que tenha relações comerciais com a companhia ou com o seu acionista controlador que tenha poder decisório na condução das atividades da referida sociedade ou entidade;

V - recebe outra remuneração da companhia, de seu acionista controlador, sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum além daquela relativa à atuação como membro do conselho de administração ou de comitês da companhia, de seu acionista controlador, de suas sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum, exceto proventos em dinheiro decorrentes de participação no capital social da companhia e benefícios advindos de planos de previdência complementar.

Note-se, porém, que a caracterização do conselheiro como “independente” não está vinculada unicamente à figura do controlador, havendo hipóteses de perda de independência em função da relação do conselheiro com a própria companhia. Portanto, o que se verifica é a deliberada intenção dos acusados em descumprir o regulamento de listagem do Novo Mercado, por meio de subterfúgio legal. Trata-se de comportamento oportunista, conforme já definido neste trabalho, em linha com a explicação da escolha racional (ou seja, como *abnormal organizational wrongdoing*).

O caso NM.e também permite verificar como as estruturas de poder facilitam a prática de *misconduct*. Seguindo a definição de Max Weber, PALMER (2012) conceitua o poder como a capacidade de alguém obter o que deseja apesar da resistência de outros.

Esta definição possui quatro elementos. Primeiro, poder é uma capacidade. Ele não precisa ser exercido (isto é, transformado em influência) a fim de impactar o comportamento de outros. Segundo, ele se relaciona a determinados interesses. Uma pessoa pode possuir poder em um domínio (por exemplo, com relação a um objetivo) mas pouco poder em outro. Terceiro, poder é uma relação entre uma pessoa e outras específicas. Não é um atributo abstrato do detentor do poder. Quarto, poder é algo que opera superando a resistência de outros. Não é algo que trabalha mudando o ponto de vista de outros (PALMER, 2012, p. 177) (tradução livre)

Ao analisar o caso, a estrutura de poder se revela pela atuação do Diretor de Relações com Investidores da PetroRio “visando atender aos interesses particulares de Nelson Tanure, e não àqueles da Companhia a quem competia representar, configurando-se esta atuação em um verdadeiro desvio de finalidade”.

Tabela 08: DESVIO DE CONDUTA NO NOVO MERCADO

Código	Categoria explicativa
NM.a	Escolha Racional; Estruturas de Poder
NM.b	Escolha Racional; Estruturas de Poder
NM.c	Wrongdoing acidental
NM.d	Cultural Organizacional; Escolha Racional; Estruturas de Poder
NM.e	Escolha Racional; Estruturas de Poder; Cultura Organizacional
NM.f	Escolha Racional; Estruturas de Poder

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.4. DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 2

Apesar de o segmento de Nível 2 ter apresentado o menor número de resultados a partir dos critérios de busca utilizados, há grandes distinções entre os dois casos e que os tornam mais interessante do ponto de vista acadêmico.

O primeiro deles diz respeito ao superfaturamento e suspeitas de corrupção nas obras do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro, da Petrobrás, que foi também objeto de investigação no âmbito da 37ª fase da Operação Lava Jato (MELGAREJO, 2019, p. 67).

A CVM instaurou o PAS nº 19957.011654/2019-14 contra 27 (vinte e sete) pessoas, entre diretores estatutários, conselheiros de administração e conselheiros fiscais da Petrobrás. Porém, somente dois dos acusados receberam condenações: Renato de Souza Duque, diretor de engenharia e serviços da Petrobrás; e Paulo Roberto Costa, diretor de abastecimento da companhia.

Os demais acusados foram absolvidos ou tiveram reconhecida a prescrição da possibilidade de punição no âmbito administrativo, ficando isentos de pena.

O caso da Petrobrás é ilustrativo de uma estrutura corporativa que facilitava a ocorrência de atos de corrupção e de desvio de conduta, mediante a sobreposição de departamentos e a possibilidade de a diretoria executiva descumprir as regras internas vigentes na Companhia. Neste ponto, pode-se utilizar a explicação das estruturas de poder, uma vez que não apenas a Diretoria executiva ignorou alertas das áreas técnicas da empresa, mas influenciou a prática de *wrongdoing* aparentemente generalizada (PALMER, 2013).

Além disso, houve influência de pressões competitivas para aprovação do projeto mesmo contrariamente às regras internas da companhia, como a retratada pelo Diretor da Petrobrás Guilherme Estrella em depoimento: “a Petrobrás possuía uma grande deficiência na produção de diesel em virtude do crescimento da demanda, o que seria mitigado com a construção do COMPERJ, que ainda aproveitaria o óleo pesado da Bacia de Campos, motivo pelo qual havia certa urgência em sua construção”. Trata-se de atuação em linha com os achados de ROSE *et al* (2021), em que as lideranças utilizam as pressões competitivas como justificativa para a prática de *misconduct*.

Outro ponto relevante deste caso é o grande alinhamento entre as posições dos diversos diretores, o que demonstra na prática a ocorrência do “pensamento de grupo” (*groupthink*), uma forma de ocorrência de *wrongdoing* por influência da situação social (PALMER, 2012, p. 149).

O caso da Petrobrás demonstra que o desvio de conduta organizacional não decorre de um único fator ou única explicação. Além disso, compreender o fenômeno do ponto de vista prático exige a articulação de uma pluralidade de teorias, a fim de capturá-lo adequadamente.

E, muito embora este trabalho se proponha a analisar os casos em que houve condenação, o PAS que julgou o episódio da Petrobrás também é revelador sobre a normalização do desvio de conduta no tocante às absolvições.

A área técnica da CVM apresentou acusação não apenas contra a Diretoria Executiva, mas também contra os Conselheiros de Administração e Conselheiros Fiscais, sob o fundamento de que teriam violado seus respectivos deveres de fiscalização.

A legislação societária estabelece como uma das atribuições do Conselho de Administração a de “orientar, em termos gerais, os negócios da companhia, bem como para acompanhar e fiscalizar a atuação dos diretores” (BORBA, 2024, p. 306), responsabilidade de fiscalização que também recai sobre o Conselho Fiscal (BORBA, 2024, p. 333).

Apesar disso, a CVM entendeu que não haveria que se responsabilizar os Conselheiros de Administração ou os Conselheiros Fiscais da Petrobrás, uma vez que teriam cumprido seus respectivos papéis estatutários ao “estabelecer limites de alçadas para a diretoria”.

Ao que parece, a Comissão de Valores Mobiliários optou por limitar a responsabilização à diretoria da empresa em um exercício de *scapegoating*, ou seja, de eleição de um bode expiatório, uma medida que a literatura já identificou como efetiva para limitar a penalização da organização, reduzir o estigma do ato de *misconduct* e atrair a boa vontade dos acionistas (GANGLOFF; CONNELLY; SHOOK, 2016, p. 4).

O episódio da Petrobrás, relacionado a um grande esquema de corrupção com prejuízos bilionários à companhia, difere substancialmente do outro caso de *misconduct* de empresa listada no Nível 2.

O PAS nº RJ2012/4062 (código N2.b) condenou acionista da UOL S.A. por ter exercido direito de voto em desconformidade ao Estatuto Social da empresa e com o regulamento do Nível 2 da B3 (à época, ainda BOVESPA).

Neste caso, houve a divulgação de fato relevante da companhia com a informação de que haveria interesse da Folhapar (acionista majoritário) na realização

de oferta pública de aquisição de ações (popularmente conhecido como “fechamento de capital”), e haveria a convocação dos acionistas não controladores da empresa para “deliberar sobre a contratação de empresa especializada para elaboração do laudo de avaliação das ações da UOL, em cumprimento ao Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa S.A.(“BM&FBovespa”), ao qual a Companhia pertencia”.

Contudo, a votação na assembleia acabou influenciada pela participação de um acionista vinculado por acordo de voto à Folhapar (e que, portanto, estaria impedido de votar a matéria nos termos do Regulamento do Nível 2).

Neste caso, ainda que se possa cogitar a utilização de explicações como do agente racional, verifica-se que o *misconduct* decorre exclusivamente do descumprimento de regras de autorregulação, o que atrai a explicação do *social control of organizational wrongdoing*.

Tabela 09: DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 2

Código	Categoria explicativa
N2.a	Escolha Racional; Estruturas de Poder; Influência da Situação Social
N2.b	Escolha Racional; Controle Social

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.5. DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 1

O Segmento de Listagem Nível 1 da B3 exige que as empresas adotem regras adicionais de transparência (B3, 2024a), mas é menos rigoroso em termos de governança corporativa do que o Nível 2 e o Novo Mercado.

Porém, tal qual os casos localizados envolvendo empresas listadas no Novo Mercado, os casos identificados no Nível 1 possuem uma interessante variedade que permite uma maior riqueza na análise.

O primeiro dos casos analisados (N1.a) envolveu o Banco Cruzeiro do Sul S.A (instituição financeira que não mais existe, tendo sido liquidada em 2012), no PAS nº 19957.010256/2019-72 houve a identificação da realização de operações irregulares no mercado de ações. O caso possuiu desdobramentos criminais e contribuiu para a falência do Banco, e envolveu os controladores do banco que, em resumo, realizavam operações de compra e venda de ações entre si para artificialmente elevar o preço das ações.

Pelas regras do Nível 1 (segmento especial de listagem ao qual o Banco Cruzeiro do Sul aderiu no momento em que abriu seu capital), a empresa era obrigada a manter o percentual mínimo de 25% de suas ações em circulação (o chamado *free float*). E, após a crise financeira global de 2008, o banco decidiu que realizaria a recompra e cancelamento de ações de sua emissão, obtendo “sucessivos prazos de prorrogação, pela Bolsa, para poder se readequar à regra de *free float* mínimo”.

Neste ponto, há semelhança com o caso NM.b, em que a exigência do *free float* mínimo também aparece como pano de fundo para o desvio de conduta, o que demonstra o papel dos sistemas administrativos na normalização do *misconduct* no mercado de capitais brasileiro e convida a uma reflexão sobre a (in)eficiência dessa ferramenta de proteção à dispersão do capital, que acaba por permitir fraudes específicas decorrentes da atuação do acionista controlador - como, aliás, já previsto na teoria dos escândalos corporativos proposta por John Coffee Jr (COFFEE, 2005).

No termo de acusação, foi identificado que os acusados (com vínculos pessoais e profissionais com os controladores do banco) negociaram grandes volumes de ações de emissão da empresa, a fim de manipular o preço do ativo no mercado de capitais.

A situação narrada foge da “normalidade” do *misconduct* proposto por Palmer (2012), já que envolveu a intenção deliberada dos agentes para elevar artificialmente o preço das ações. Trata-se de situação que se enquadra na premissa do agente racional, portanto.

Dentre os processos identificados de empresas do Nível 1, o de maior complexidade é o PAS nº 19957.004415/2016-57, que tratou da reorganização societária da Oi (Código N1.b).

No processo, foram acusadas 30 (trinta) pessoas físicas e jurídicas, entre acionistas controladores, conselheiros de administração e diretores da Oi S.A, com imputações relacionadas a abuso do poder de controle (ato ilícito previsto na legislação societária), desvio de poder, e violação dos deveres de lealdade de acionistas e administradores:

5. Conforme descrito em maiores detalhes ao longo deste relatório (“Relatório”), as acusações trataram de dois principais temas:

(i) Estrutura de Controle: o primeiro assunto diz respeito à estrutura de controle da Companhia, resultando nas imputações de (a) abuso de poder de controle (art. 117 da Lei nº 6.404/1976); e (b) desvio de poder (art. 154);

(ii) Operação Societária: o segundo refere-se a possíveis irregularidades verificadas no contexto da Operação Societária, as quais provocaram as imputações de violação ao (a) dever de lealdade do acionista; (art. 116); (b) dever de lealdade do administrador (art. 155); e (c) dever de diligência (art. 153).

6. No primeiro núcleo de imputações (“Estrutura de Controle”), temos que (i) os Acionistas Controladores foram acusados de abuso de poder de controle, em infração ao art. 1175 da Lei nº 6.404/1976, por constituírem estrutura societária para vincular o voto dos Conselheiros de Administração e sujeitar os interesses da Companhia aos interesses do bloco de controle; (ii) os Conselheiros de Administração foram acusados de desvio de poder, em infração ao art. 1546 da Lei nº 6.404/1976, por votarem em reuniões do conselho de administração da Companhia conforme as orientações dos Acionistas Controladores; e (iii) Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, por sua vez, foram acusados de abuso do poder de controle, em violação ao art. 117, §1º, alínea “e” 7, da Lei nº 6.404/1976, por concederem bônus a administradores à custa do caixa da Oi, em desacordo com a previsão estatutária e violando a remuneração global estabelecida pela assembleia geral.

7. No segundo núcleo de imputações (“Operação Societária”), o foco da acusação concentrou-se especificamente em possíveis fraudes na transferência para a Companhia de títulos emitidos pela Rio Forte Investments S.A. (“Investimento Rio Forte” e “Rio Forte”, respectivamente). A Rio Forte era um veículo que agregava os ativos não financeiros do Grupo Espírito Santo (“GES”), do qual também fazia parte o Banco Espírito Santo (“BES”). O Investimento Rio Forte integrou o conjunto dos ativos e passivos integralizados na Companhia pela Portugal Telecom na oferta pública global (“Oferta Pública Global”), realizada no âmbito da Operação Societária (“Ativos PT”)

Com relação ao abuso de poder de controle, a própria temática já demonstra que se trata de desvio de conduta causado por *estruturas de poder*. No caso da Oi, os acionistas controladores teriam formalizado acordo de votos a fim de orientar a atuação do Conselho de Administração em favor do bloco de controle, o que contraria a legislação societária.

Essa situação, ainda que se enquadre na explicação de PALMER (2012) sobre as estruturas de poder, também traz à tona uma preocupação básica da governança corporativa e da teoria da agência, que é a de equilibrar os interesses de acionistas controladores e acionistas minoritários (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2018).

Também houve a imputação de violação de deveres de lealdade de acionistas e administradores, em que houve (segundo o julgamento) a deliberada ocultação de informações – o que atrai a explicação do agente racional, curiosamente representado neste caso por acionistas pessoa jurídica.

A manipulação do fluxo de informações, como já citado, é importante elemento caracterizador do comportamento oportunista (SILVA; BRITO, 2013), razão pela qual

o Regulamento de Listagem do Nível 1 traz regras específicas sobre “informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas”:

5.1 Informações Periódicas. A Companhia deverá apresentar as seguintes informações periódicas observando as condições e prazos previstos na regulamentação vigente:

- (i) Demonstrações financeiras;
- (ii) Formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP;
- (iii) Formulário de informações trimestrais – ITR; e
- (iv) Formulário de referência.

5.2 Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR. Nas notas explicativas das Informações Trimestrais, além das informações previstas na legislação, a Companhia deverá obrigatoriamente incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais.

5.3 Requisito Adicional para o Formulário de Referência. A Companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver 5% (cinco por cento) ou mais das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação.

5.4 Reunião Pública com Analistas. A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.

5.4.1 Estará dispensada de realizar a reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano da obtenção da sua autorização para negociação no Nível 1 de Governança Corporativa, a Companhia:

- (i) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de setembro, com a realização de uma oferta pública de distribuição de ações;
- (ii) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de novembro; ou
- (iii) que, na condição de companhia aberta, já tenha realizado uma reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano de ingresso.

5.5. Calendário Anual. A Companhia deverá enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até 10 de dezembro de cada ano, um Calendário Anual para o ano civil seguinte, contendo, no mínimo, menção e respectiva data dos atos e eventos societários, da reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados e da divulgação das informações financeiras programadas para o ano civil seguinte, conforme modelo divulgado pela BM&FBOVESPA.

5.5.1. Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos constantes do Calendário Anual já apresentado deverão ser comunicadas à BM&FBOVESPA e divulgadas, no mínimo, com 5 (cinco) dias de antecedência da data prevista para a realização do evento. Caso a alteração não seja divulgada nesse prazo, além da alteração no Calendário Anual, a Companhia deverá divulgar comunicado ao mercado, antes da realização do evento, informando as causas que motivaram a alteração no Calendário Anual.

5.5.2. Até o dia anterior ao início de negociação dos valores mobiliários de sua emissão no Nível 1 de Governança Corporativa, a Companhia, deverá apresentar à BM&FBOVESPA e divulgar o seu Calendário Anual para o ano civil em curso.

5.6 A BM&FBOVESPA poderá, em casos devidamente justificados, estabelecer formas e prazos diferenciados para a divulgação das informações previstas na Seção V.

5.6.1 Os tratamentos excepcionais, concedidos com base nesta regra, serão divulgados na página da BM&FBOVESPA na rede mundial de computadores.

5.7 Política de Negociação de Valores Mobiliários. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA, política de negociação de

valores mobiliários de emissão da Companhia que será aplicável, no mínimo, à própria Companhia, ao Acionista Controlador, aos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado, aos diretores e a membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.

5.8. Código de Conduta. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a Companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a Companhia se relacione.

Porém, apesar de conter exigências de transparência e divulgação de informações superiores à da legislação societária, chama a atenção o fato de que o Regulamento de Listagem do Nível 1 em nada dispõe sobre as obrigações de divulgação de fatos relevantes (mantendo a matéria exclusivamente sob responsabilidade da CVM).

Outro caso envolvendo instituição financeira, o PAS nº RJ2004/3456, do Banco Pactual (N1.c), é muito mais simples do que o do Banco Cruzeiro do Sul. Trata-se, em verdade, de simples violação a regra específica da CVM sobre a divulgação de distribuições públicas de ações: houve o envio de emails ditos “promocionais” sobre o próprio banco, mas que continham informações sobre futuras distribuições de valores mobiliários. Este caso transita entre o *accidental wrongdoing* e o controle social (já que a norma violada era emitida pelo próprio supervisor do mercado de capitais), e a baixa gravidade da conduta foi reconhecida pela CVM com a aplicação da pena de advertência.

Os casos N1.d. e N1.e analisaram a conduta de Diretores da Sadia S.A que, após o início das discussões sobre a possibilidade de Sadia S.A. efetuar uma oferta pública de aquisição de controle da Perdigão S.A (mas antes de essas informações serem divulgadas ao mercado), realizou a compra de milhares de American Depositary Receipts – ADRs de emissão da Perdigão S.A.

O caso N1.d analisou a conduta do Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A, ao passo que o caso N1.e se voltou à análise da conduta da gerente de relações com investidores (subordinada ao Diretor de Finanças); de um dos acionistas controladores; e do 2º vice-presidente do Conselho de Administração da empresa à época, todas pessoas com acesso a informações privilegiadas e que negociaram ADRs antes do fato relevante sobre a proposta de aquisição da Perdigão vir a público.

Trata-se, nesse caso, de ato deliberado de desvio de conduta (já que violou o art. 155, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações²) por parte do acusado, que lhe gerou vantagem financeira. Nesse caso, a conduta do diretor da companhia pode ser interpretada como oportunista no sentido que lhe atribui Williamson (1985), de um comportamento auto interessado conduzido com astúcia.

O controle do comportamento oportunista do agente é uma das preocupações da teoria da agência (PALMER, 2012, p. 45), de modo que o fato está mais próximo das explicações de um *wrongdoing* anormal.

Mesmo assim, quando a decisão da CVM define operação fraudulenta como “aquela em que se utilize artil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”, com base na Instrução CVM nº 8/79 (bem como o descumprimento da legislação societária), percebe-se claramente que as ações do Diretor Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A somente se configurou como desviante por força da atuação dos agentes de controle social (no caso, o Estado), o que se amolda à explicação proposta por PALMER (2012) do *social control of wrongdoing*.

Tal qual mencionado acima nos episódios de desvio de conduta no Nível 2, os episódios ocorridos no Nível 1 também apresentam uma variedade de causas explicativas possíveis e de modalidades de desvio de conduta, o que indica não ser recomendável a utilização de uma teoria única para explicar o fenômeno no mercado de capitais brasileiro.

Além disso, sequer é possível traçar um padrão único para os diversos casos analisados, ou mesmo elaborar categorias explicativas universais. Por outro lado, é certo que o modelo teórico de Palmer auxilia na análise dos casos narrados, mas também é certo que sozinho é incapaz de oferecer explicações para todos os casos.

A variedade de casos identificados traz a impressão de que PALMER (2013) está correto ao apontar que os casos de desvio de conduta são *ubíquos*, um fenômeno comum, normal, em uma economia de mercado; porém, talvez seja necessário

² Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

(...)

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

reconhecer que ao lado dos *misconduct* “natural” também haverá situações anômalas (como o caso narrado do Banco Cruzeiro do Sul) em que o desvio de conduta precisa necessariamente ser imputado a indivíduos “desviantes”.

Tabela 10: DESVIO DE CONDUTA NO NÍVEL 1

Código	Categoria explicativa
N1.a	Escolha Racional; Sistemas Administrativos; Influência da Situação Social
N1.b	Agente racional; Estruturas de Poder
N1.c	Wrongdoing acidental
N1.d	Escolha Racional
N1.e	Escolha Racional

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.6. O PAPEL DA CVM NA DEFINIÇÃO DO MISCONDUCT

Uma das explicações trazidas por PALMER (2012) sobre as causas do desvio de conduta organizacional diz respeito ao papel dos agentes de controle social.

Segundo o autor, agentes de controle social (principalmente os agentes estatais) “criam” o *wrongdoing* de duas maneiras. A primeira delas é traçando a linha divisória entre o certo e o errado, por meio da criação de regras de conduta, ou pela alteração da forma como as regras são aplicadas. A segunda forma como agentes de controle social “criam” o *misconduct* é influenciando o comportamento dos agentes organizacionais, muitas vezes premidos por pressões competitivas (o que acaba por gerar o risco de se cruzar a linha separatória do certo e errado) (PALMER, 2012).

Nesse sentido, a CVM possui um relevante papel na definição do que é *misconduct*. Dentre os casos analisados, verifica-se que há diversas referências à violação dos deveres dos administradores, como a violação do dever de lealdade (casos NM.b e N1.b), dever de diligência (NM.d) e dever de informar (NM.a), previstos na Lei das Sociedades por Ações.

Ocorre que muitos desses deveres são previstos em lei por meio de expressões abertas, chamadas de “cláusulas gerais”, que são proposições normativas que conferem ao intérprete uma maior função criativa no momento de aplicação da norma (AMARAL, 2018).

O art. 153 da Lei Federal nº 6.404/76, por exemplo, ao tratar do dever de diligência, prevê que o “administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar

na administração dos seus próprios negócios”, utilizando “fórmulas genéricas e flexíveis” (AMARAL, 2018) e cuja interpretação acaba ficando a cargo da CVM, no exercício de suas atribuições.

É aqui, portanto, que se revela o papel dos agentes de controle social (especificamente, a Comissão de Valores Mobiliários) na definição do *wrongdoing*, ao dar concretude às cláusulas gerais previstas na legislação societária.

Por outro lado, os casos estudados trouxeram diversas hipóteses de violações a regras específicas criadas pela própria CVM, por meio de seu poder normativo, como, aliás, já mencionado por PALMER: *social control agents can promulgate complex rules and police them in ways that are hard to fathom without intending to trip up organizational wrongdoings* (PALMER, 2012, p. 247). A complexidade regulatória, aliás, é também fruto de grandes despesas para as companhias abertas, atingindo o patamar de 0,3% da receita anual da empresa (B3, 2024c).

4.7. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise dos casos de desvio de conduta nos segmentos especiais de listagem da B3 permitiu a identificação, na prática, das categorias explicativas propostas por PALMER (2012): sistemas administrativos, influência da situação social, papel dos agentes de controle social, estruturas de poder e *wrongdoing* acidental. Além disso, os fatores explicativos relacionados ao *wrongdoing* como algo anormal também estão presentes, com elementos que permitem identificar o desvio de conduta causado pela escolha racional e pela cultura organizacional.

A presença de explicações para o *misconduct* derivadas de correntes teóricas distintas demonstra que não existe uma maneira única ou “ótima” de se analisar o desvio de conduta.

Do ponto de vista teórico, a possibilidade de se utilizar o *framework* teórico do *normal organizational wrongdoing* é um importante convite para que outras pesquisas considerem essa corrente explicativa, até porque é possível identificar casos de desvio de conduta (por exemplo, no caso N1.c) em que não estão necessariamente presentes a escolha racional do agente que pratica o caso de *misconduct*, ou que a explicação “clássica” da teoria da agência necessita da complementação da abordagem sociológica (PALMER, 2012) para apreender o fenômeno (tal como no caso N1.a).

Falar em teoria da agência, a propósito, é importante também para repensar o que os regulamentos dos segmentos especiais de listagem se propõem a prevenir. Conforme exposto acima, os segmentos especiais de listagem trazem regras progressivamente sobre divulgação de informações (*disclosure*) e de boas práticas de governança corporativa, ou seja: as preocupações são a redução da assimetria informacional e prevenção do comportamento oportunista mediante maior controle da atuação do agente frente o principal, preocupações típicas da teoria da agência (EISENHARDT, 1989).

Este foco dos regulamentos de listagem acaba por ignorar as demais condições que levam ao desvio de conduta, e por vezes acabam sendo utilizados como subterfúgio para a prática de atos ilícitos (NM.b), o que demonstra que as regras criadas para fortalecer a governança corporativa das companhias e reduzir o risco aos investidores, por vezes, atingem o objetivo contrário.

Não se está afirmando, obviamente, que os segmentos especiais de listagem sejam mais ou menos propensos a testemunhar episódios de *misconduct* organizacional frente ao nível básico de governança. Porém, é inegável que a ocorrência de casos de *wrongdoing* contemplando as diversas explicações de PALMER (2012), em cada um dos segmentos especiais de listagem, é um indicativo de uma possível indiferença da adesão a esses segmentos com a prevenção a fraudes corporativas (possivelmente, como dito, porque os regulamentos dos segmentos de listagem possuem um escopo teórico mais restrito, legatário apenas da teoria da agência).

Essa conclusão parcial leva, então, ao questionamento de como a B3, ao editar seus regulamentos para segmentos especiais de listagem, pode incorporar preocupações e ferramentas de prevenção derivadas de outras abordagens teóricas.

Para investidores, os achados deste trabalho implicam em não tomar a adesão formal a “boas práticas” de governança como uma garantia de menor risco de fraude corporativa ou desvio de conduta, especialmente diante de achados (MEYER; CHOO, 2023) que demonstram como a comunicação corporativa pode ser utilizada para, deliberadamente, prejudicar acionistas e demais partes interessadas (algo demonstrado nos casos envolvendo o Grupo X).

Por fim, é interessante notar como a adesão a um segmento especial de listagem parece irrelevante para a CVM ao analisar a gravidade das condutas. A

Resolução CVM nº 45, ao prever as circunstâncias agravantes de uma infração, estabelece as seguintes:

Art. 65. São circunstâncias agravantes, quando não constituem ou qualificam a infração:

I – a prática sistemática ou reiterada da conduta irregular;

II – o elevado prejuízo causado;

III – a expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator;

IV – a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários ou do segmento em que atua;

V – o cometimento de infração mediante ardil, fraude ou simulação;

VI – o comprometimento ou risco de comprometimento da solvência do emissor;

VII – a violação de deveres fiduciários decorrentes do cargo, posição ou função que ocupa; e

VIII – a ocultação de provas da infração mediante ardil, fraude ou simulação.

O fato de a empresa ter aderido, de maneira voluntária, a níveis mais rigorosos de governança corporativa, e mesmo assim ter falhado em prevenir atos de desvio de conduta (ou, no caso da explicação dos sistemas administrativos, permitido e incentivado) a prática de *wrongdoing*, revela-se um indiferente para o regulador – o que, potencialmente, enfraquece a utilidade prática da adesão ao Novo Mercado, ao Nível 1 ou Nível 2, do ponto de vista do investidor.

5. CONCLUSÃO

Diante dos episódios de escândalos corporativos no mercado de capitais brasileiro (inclusive entre empresas que aderiram voluntariamente a regras mais rigorosas de governança corporativa), este trabalho buscou responder à seguinte questão: quais são os fatores que explicam os episódios de desvio de conduta nos segmentos especiais de listagem do mercado de capitais brasileiro?

Para tanto, foram analisados 13 casos de desvio de conduta ocorridos no mercado de capitais do Brasil, envolvendo empresas que, à época dos fatos, faziam parte de um dos segmentos especiais de listagem da B3.

Dentre os casos analisados, o que chama a atenção é a quase completa ausência a referências sobre as regras do segmento de listagem na qual a companhia envolvida no caso de *misconduct* estava listada. Somente houve referência específica aos regulamentos nos casos NM.b e N1.a (envolvendo fraudes relacionadas à manutenção de ações em *free float*), NM.e (sobre o descumprimento do número de Conselheiros Independentes) no caso N2.b (para o fechamento de capital da empresa).

A ausência de referências aos regulamentos de listagem parece demonstrar uma baixa relevância do tema ao regulador, relegando as boas práticas de governança a um papel de sinalização (SPENCE, 2002), mas sem efetividade específica para deter o *misconduct* organizacional.

Isso permite questionar, então, qual a real utilidade das regras dos segmentos de listagem (que, recorde-se, são de adesão voluntária), já que demonstram incompletude para lidar com as diversas causas de desvio de conduta e parecem servir para “baixar a guarda” do investidor e acionista minoritário (do “principal”, portanto) quanto à necessidade de fiscalização dos administradores (o “agente”) ou acionistas controladores, sendo importante uma revisão mais aprofundada dos regramentos levando-se em conta o que a teoria fornece de subsídios.

O que se identificou, aliás, foi exatamente o contrário: nos casos NM.b e N1.a, o regulamento de listagem foi explicitamente utilizado como mecanismo para justificar o *misconduct*, o que confirma a proposta explicativa dos sistemas administrativos (PALMER, 2013).

Este trabalho iniciou-se formulando a seguinte pergunta: quais são os fatores que explicam os episódios de desvio de conduta nos segmentos especiais de listagem do mercado de capitais brasileiro?

E, com base na jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários, foi possível perceber que o *framework* explicativo proposto por Donald Palmer é capaz de oferecer respostas sobre as “causas” do desvio de conduta organizacional no mercado de capitais. Porém, os regulamentos dos segmentos de listagem parecem desconectados da efetiva prevenção ao *misconduct*, já que focam principalmente em regras de divulgação de informações e de fiscalização da administração (em linha com a perspectiva da escolha racional).

O grande destaque se deu ao papel da CVM não apenas na investigação e punição, mas também na “criação” do *misconduct*, tanto no que diz respeito à interpretação de conceitos indeterminados (como “dever de lealdade”) como na criação de regras específicas (por exemplo, ao definir o que é um “fato relevante”).

O que se verifica, ao final, é que os casos de desvio de conduta no mercado de capitais possuem diferentes causas explicativas, cuja prevenção decorre principalmente da legislação societária e da atuação do regulador. Os regulamentos dos segmentos de listagem, por sua vez, tiveram pouca influência na prevenção aos casos identificados, revelando, portanto, a necessidade de aprimoramento para contemplar outras “fontes” de *misconduct* organizacional que não os conflitos de agência e o comportamento oportunista.

A pesquisa encontra limites em função do recorte utilizado para análise do desvio de conduta no mercado de capitais unicamente a partir dos processos administrativos sancionadores julgados pela CVM. Essa escolha limitou a análise dos episódios aos relatórios elaborados pela Comissão de Valores Mobiliários, de modo que eventuais questões fáticas ignoradas pelo relator escaparam deste trabalho.

Como forma de suprir estes limites, pesquisas futuras poderiam triangular os julgamentos da CVM com eventuais processos judiciais julgados sobre os mesmos fatos, ou mesmo com matérias jornalísticas especializadas. Também seria possível analisar os termos de acordo firmados pela CVM com os acusados, uma vez que, ainda que não haja condenação, existem elementos para identificar o episódio de *misconduct* que levou à instauração do processo.

Seria possível, também, expandir o universo analisado para casos de desvio de conduta no mercado de capitais que envolvam não apenas empresas listadas nos

segmentos especiais, mas também aquelas que participam do segmento básico (ou seja, cujas práticas de governança corporativa se limitam àquelas exigidas pela legislação societária), a fim de realizar um comparativo sobre as características do desvio de conduta em cada segmento de listagem; e, considerando a temática do mercado de capitais, é possível estudar episódios de desvio de conduta em fundos de investimentos, por exemplo, ou casos que envolvam agentes de investimento, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e os demais atores envolvidos no mercado de capitais.

Outra possibilidade para analisar o desvio de conduta à luz da perspectiva do *normal organizational wrongdoing* é analisar casos em outros mercados regulados, como fundos de pensão, seguros, instituições financeiras etc, o que demonstra um grande número de possibilidades futuras de pesquisa a partir da metodologia aqui delineada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUILERA, R. V.; VADERA, A. K. The Dark Side of Authority: Antecedents, Mechanisms, and Outcomes of Organizational Corruption. **Journal of Business Ethics**, v. 77, n. 4, p. 431–449, 1 fev. 2008.

AMARAL, F. **Direito civil: introdução**. 10ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2018.

ANDRADE, G. A. R. DE. Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Internext**, v. 3, n. 1, p. 39–53, 29 mar. 2008.

ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. Problemas de agência e estratégias jurídicas. Em: **A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional**. São Paulo: Editora Singular, 2018. p. 79–110.

ARNOLD, D. G. et al. Innovation and misconduct in the pharmaceutical industry. **Journal of Business Research**, v. 144, p. 1052–1063, 1 maio 2022.

B3. **Segmentos de listagem | B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 3 ago. 2024a.

B3. **B3 abre consulta pública para evolução das regras do Novo Mercado**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-abre-consulta-publica-para-evolucao-das-regras-do-novo-mercado.htm>. Acesso em: 3 ago. 2024b.

B3. **Custo para manter capital aberto na B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/custo-para-manter-capital-aberto-na-b3.htm>. Acesso em: 15 fev. 2025c.

BITTENCOURT, C. R. **Tratado de direito penal econômico**. São Paulo: Saraiva, 2016a. v. Volume 1

BITTENCOURT, C. R. **Tratado de direito penal econômico**. São Paulo: Saraiva, 2016b. v. Volume 2

BITTENCOURT, C. R. **Tratado de direito penal**. 30. ed. São Paulo: Saraivajur, 2024. v. Volume 1

BLAIR, M. M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century. Em: CLARKE, T. (Ed.). **Theoris of corporate governance: the philosophical foundations of corporate governance**. Nova York: Routledge, 2004. p. 174–188.

BORBA, J. E. T. **Direito Societário**. 20ª ed. Barueri: Atlas, 2024.

BORGES, W. G. et al. EFEITO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS SOBRE O DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS QUE MIGRARAM PARA O NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NOVO MERCADO / EFFECT OF THE ACCOUNTING INFORMATION DISCLOSURE ON THE PERFORMANCE OF

SHARES OF COMPANIES THAT MIGRATED TO THE CORPORATE GOVERNANCE LEVEL NEW MARKET. **Revista Eletrônica de Administração e Turismo - ReAT**, v. 8, n. 4, p. 870–889, 30 jun. 2016.

BOTTINO, T.; VICTER, R. M. Eficiência, incentivos à cooperação e o acordo de supervisão no âmbito dos processos administrativos sancionadores na comissão de valores mobiliários do Brasil. Em: CORDEIRO, A. B. M.; SATIRO, F. (Eds.). **Direito dos Valores Mobiliários e dos Mercados de Capitais- Angola, Brasil e Portugal**. São Paulo: Almedina, 2020.

CAMARGOS, M.; BARBOSA, F. Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o A Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária? Evidências Empíricas do Mercado Brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 17, p. 189–208, 1 jan. 2010.

CAMPOS, S. S.; COSTA, R. S. TEORIA DA AGÊNCIA, STEWARDSHIP E STAKEHOLDERS: UM ENSAIO SOBRE SUA RELEVÂNCIA NO CONTEXTO DAS ORGANIZAÇÕES. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 8, n. 3, p. 77–91, 2018.

CARMINATI, L. Between ethics and law: TNCs' behaviour in modern economic globalisation. **Society and Business Review**, v. 14, n. 1, p. 2–11, 13 fev. 2019.

CLARKE, T. **Theories of Corporate Governance**. Oxon: Routledge, 2004.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937.

COFFEE, J. C. **A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ**. Rochester, NY, 1 mar. 2005. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 3 ago. 2023

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Disponível nova ferramenta para pesquisa de Jurisprudência da CVM**. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/disponivel-nova-ferramenta-para-pesquisa-de-jurisprudencia-da-cvm>>. Acesso em: 18 dez. 2024.

CONRAD, M.; HOLTBRÜGGE, D. Antecedents of corporate misconduct: A linguistic content analysis of decoupling tendencies in sustainability reporting. **Business Ethics: The Environment & Responsibility**, v. 30, n. 4, p. 538–550, 2021.

CUMMING, D. et al. Disentangling Crowdfunding from Fraudfunding. **Journal of Business Ethics**, v. 182, n. 4, p. 1103–1128, 1 fev. 2023.

DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L. Toward a Stewardship Theory of Management. **The Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 20–47, 1997.

DEGENHART, L. et al. Mecanismos de Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado de Empresas Brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. **Organizações em Contexto**, v. 17, n. 33, p. 137–177, 2021.

DENYER, D.; TRANFIELD, D. Producing a systematic review. Em: **The Sage handbook of organizational research methods**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications Ltd, 2009. p. 671–689.

DONALSDON, L.; DAVIS, J. H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 49–64, 1 jun. 1991.

DORFLEITNER, G.; UTZ, S. Green, green, it's green they say: a conceptual framework for measuring greenwashing on firm level. **Review of Managerial Science**, 2 dez. 2023.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.

ERTZ, M. et al. How misconduct in business contributes to understanding the supply side of corruption in international business. **critical perspectives on international business**, v. 16, n. 3, p. 209–231, 1 jan. 2019.

ESTADÃO CONTEÚDO. **Caso Americanas (AMER3) testa regras do Novo Mercado. InfoMoney**, 7 fev. 2023. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/caso-americanas-amer3-testa-regras-do-novo-mercado/>>. Acesso em: 16 ago. 2024

EWELT-KNAUER, C.; SCHWERING, A.; WINKELMANN, S. Doing Good by Doing Bad: How Tone at the Top and Tone at the Bottom Impact Performance-Improving Noncompliant Behavior. **Journal of Business Ethics**, v. 175, n. 3, p. 609–624, 1 jan. 2022.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F. DE; SAES, M. S. M. **Competitividade: mercado, Estado e organizações**. São Paulo: Editora Singular, 1997.

FIASCHI, D. et al. How bad is your company? Measuring corporate wrongdoing beyond the magic of ESG metrics. **Business Horizons**, v. 63, n. 3, p. 287–299, 1 maio 2020.

FREEMAN, E. R. The stakeholder approach revisited. **Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik Mering**, v. 5, n. 3, p. 228–241, 2004.

FREEMAN, R. E.; EVAN, W. M. Corporate governance: A stakeholder interpretation. **Journal of Behavioral Economics**, v. 19, n. 4, p. 337–359, 1 dez. 1990.

FREEMAN, R. E.; REED, D. L. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. **California Management Review**, v. 25, 1 abr. 1983.

G1. Executivos da Americanas criaram dois balanços financeiros: o real, chamado de “A vida como ela é”, e o fictício, onde aumentavam lucros da

empresa | Disponível em:

<<https://g1.globo.com/fantastico/noticia/2024/06/30/executivos-da-americanas-criaram-dois-balancos-financeiros-o-real-chamado-de-a-vida-como-ela-e-e-o-ficticio-onde-aumentavam-lucros-da-empresa.ghtml>>. Acesso em: 12 ago. 2024.

GABBIONETA, C. et al. Inserting professionals and professional organizations in studies of wrongdoing: The nature, antecedents and consequences of professional misconduct. **Human Relations**, v. 72, n. 11, p. 1707–1725, 1 nov. 2019.

GALVÃO, M. C. B.; RICARTE, I. L. M. REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA: CONCEITUAÇÃO, PRODUÇÃO E PUBLICAÇÃO. **Logeion: Filosofia da Informação**, v. 6, n. 1, p. 57–73, 15 set. 2019.

GANDHI, P. et al. **Financial Market Misconduct and Public Enforcement: The Case of Libor Manipulation**. Rochester, NY, 14 set. 2017. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2342075>>. Acesso em: 24 dez. 2023

GANGLOFF, K. A.; CONNELLY, B. L.; SHOOK, C. L. Of Scapegoats and Signals: Investor Reactions to CEO Succession in the Aftermath of Wrongdoing. **Journal of Management**, v. 42, n. 6, p. 1614–1634, 1 set. 2016.

GANZ, A. C. S.; SCHLOTEFELDT, J. O.; RODRIGUES JUNIOR, M. M. CORPORATE GOVERNANCE AND CAPITAL ASSET PRICING MODELS. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 21, n. 2, p. eRAMF200010, 2020.

GELMAN, M.; CASTRO, L. R. K. D.; SEIDLER, V. EFEITOS DA VINCULAÇÃO DE CONSELHEIROS AO ACORDO DE ACIONISTAS NO VALOR DA FIRMA. **Revista de Administração de Empresas**, v. 55, p. 345–358, jun. 2015.

HAENSEL, T. **A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014.

HU, C. The dual role of state shareholders in disclosed corporate misconduct: Evidence from China. **Managerial and Decision Economics**, v. 44, n. 3, p. 1732–1748, 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 6ª ed. São Paulo: IBGC, 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Rochester, NY, 1 jul. 1976. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 8 dez. 2023

JUNIOR, P.; ABIB, G.; HOPPEN, N. The Qualitative Report Validity in Qualitative Research: A Processual Approach. **Qualitative Report**, v. 24, p. 98–112, 16 jan. 2019.

KLIMCZAK, K. M. et al. How to Deter Financial Misconduct if Crime Pays? **Journal of Business Ethics**, v. 179, n. 1, p. 205–222, 1 ago. 2022.

- KOLEVA, P.; MEADOWS, M. Inherited Scepticism and Neo-communist CSR-washing: Evidence from a Post-communist Society. **Journal of Business Ethics**, v. 174, n. 4, p. 783–804, 1 dez. 2021.
- KRIPPENDORFF, K. **Content Analysis: An Introduction to Its Methodology**. [s.l.] SAGE, 2013.
- LAMEIRA, V. DE J.; JUNIOR, W. L. N.; MACEDO-SOARES, T. D. L. VAN A. DE. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 64–73, 1 mar. 2007.
- LAND, C.; LOREN, S.; METELMANN, J. Rogue Logics: Organization in the Grey Zone. **Organization Studies**, v. 35, n. 2, p. 233–253, 1 fev. 2014.
- LARKIN, I. et al. The opportunities and challenges of behavioral field research on misconduct. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Behavioral Field Evidence on Ethics and Misconduct. v. 166, p. 1–8, 1 set. 2021.
- LAURIJSEN, L. M. et al. How to Neutralize Primary Psychopathic Leaders' Damaging Impact: Rules, Sanctions, and Transparency. **Journal of Business Ethics**, v. 189, n. 2, p. 365–383, 1 jan. 2024.
- LEAVER, M. P.; READER, T. W. Safety Culture in Financial Trading: An Analysis of Trading Misconduct Investigations. **Journal of Business Ethics**, v. 154, n. 2, p. 461–481, jan. 2019.
- LINSTEAD, S.; MARÉCHAL, G.; GRIFFIN, R. W. Theorizing and Researching the Dark Side of Organization. **Organization Studies**, v. 35, n. 2, p. 165–188, fev. 2014.
- LIU, C. et al. MuST: An interpretable multidimensional strain theory model for corporate misreporting prediction. **Electronic Commerce Research and Applications**, v. 57, p. 101225, 1 jan. 2023.
- MACHADO, M. C. R.; SANTOS, R. C.; RAUPP, F. M. Combate a corrupção: uma articulação teórica dos temas responsabilidade social, governança corporativa e teoria da agência. **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 11, p. e0149–e0149, 6 maio 2024.
- MACHADO, M. R. R.; GARTNER, I. R. A hipótese de Cressey (1953) e a investigação da ocorrência de fraudes corporativas: uma análise empírica em instituições bancárias brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, p. 60–81, 6 nov. 2017.
- MARONA, M.; KERCHE, F. From the Banestado Case to Operation Car Wash: Building an Anti-Corruption Institutional Framework in Brazil *. **Dados**, v. 64, p. e20190240, 17 maio 2021.
- MARTINS, G. D. A.; PELISSARO, J. SOBRE CONCEITOS, DEFINIÇÕES E CONSTRUCTOS NAS CIÊNCIAS CONTÁBEIS. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 2 (2), p. 78–84, 2005.

MARTINS, V. A.; JUNIOR, J. J.; ENCISO, L. F. Conflitos de agência, Governança Corporativa e o serviço público brasileiro: um ensaio teórico. **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 5, n. 1, 2018.

MCDONNELL, M.-H.; NURMOHAMED, S. When are organizations punished for organizational misconduct? A review and research agenda. **Research in Organizational Behavior**, v. 41, p. 100150, 1 jan. 2021.

MEDEIROS, C. R. DE O. Dieselgate: A corporação no banco dos réus. **Administração: Ensino e Pesquisa**, v. 20, n. 2, p. 402–425, 2 maio 2019.

MEGLIORINI, E.; RODRIGUES, R. N. Separação entre a Propriedade e a Gestão: Convergência de Interesses entre Proprietários e Administradores de uma Empresa. **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 4, n. 1, 2017.

MELGAREJO, R. L. A. **Misconduct e desempenho organizacional à luz da teoria dos custos de transação [recurso eletrônico] : estudo de caso de empresas multinacionais brasileiras de capital aberto**. Dissertação de Mestrado—Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2019.

MENDES, L. P. et al. Os Impactos das Práticas do Novo Mercado no Gerenciamento de Resultados nas Companhias de Capital Aberto. **Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI**, v. 5, n. 2, p. 115–131, 17 dez. 2018.

MESSA, A. F.; ZANELLA, E. L. Aspectos controvertidos dos crimes contra a ordem tributária. Em: FRANCISCO, M. B. (Ed.). **Direito Penal Econômico**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 18–47.

MEYER, M.; CHOO, C. W. Harming by Deceit: Epistemic Malevolence and Organizational Wrongdoing. **Journal of Business Ethics**, 24 fev. 2023.

MITCHELL, S. L.; PACKARD, M. D.; CLARK, B. B. Decentralizing corporate governance? A praxeological inquiry. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 19, n. 4, p. 413–429, 1 dez. 2022.

MOHLIVER, A. How Misconduct Spreads: Auditors' Role in the Diffusion of Stock-option Backdating. **Administrative Science Quarterly**, v. 64, n. 2, p. 310–336, jun. 2019.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração (São Paulo)**, v. 47, p. 671–682, dez. 2012.

MUZIO, D. et al. Bad apples, bad barrels and bad cellars: a 'boundaries' perspective on professional misconduct. **Organizational wrongdoing: Key perspectives and new directions**, 2016.

NETO, D. DE F. M. **Curso de direito administrativo**. 16ª edição revista e atualizada ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

NEVES, E. C. **Compliance empresarial: o tom da liderança. Estrutura e benefícios do programa**. São Paulo: Trevisan, 2018.

NIX, A.; DECKER, S.; WOLF, C. Enron and the California Energy Crisis: The Role of Networks in Enabling Organizational Corruption. **Business History Review**, v. 95, n. 4, p. 765–802, dez. 2021.

OLIVEIRA, W. DA C. DE; QUEIROZ, D. B. DE. Associação do Ciclo da Vida Organizacional das Companhias Brasileiras Com o Nível de Governança Corporativa. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 26, n. 1, p. 01–31, 31 jul. 2023.

PAIVA JÚNIOR, F. G. DE P.; LEÃO, A. L. M. DE S.; MELLO, S. C. B. DE. Validade e confiabilidade na pesquisa qualitativa em administração. **Revista de Ciências da Administração**, p. 190–209, 14 dez. 2011.

PALMER, D. A. **Normal organizational wrongdoing: a critical analysis of theories of misconduct in and by organizations**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

PALMER, D. A. The New Perspective on Organizational Wrongdoing. **California Management Review**, v. 56, n. 1, p. 5–23, nov. 2013.

PALMER, D.; SMITH-CROWE, K.; GREENWOOD, R. The imbalances and limitations of theory and research on organizational wrongdoing. Em: PALMER, D.; SMITH-CROWE, K.; GREENWOOD, R. (Eds.). **Organizational Wrongdoing: Key Perspectives and New Directions**. Cambridge Companions to Management. Cambridge: Cambridge University Press, 2016. p. 1–16.

PARENTE, N. J. **Mercado de Capitais**. 2ª edição revista, atualizada e ampliada ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

PEDROSO, F. G. G. DE A.; CARVALHO, J. L. L. DE; CERVINI, R. O eclodir do direito penal econômico. Em: PEDROSO, F. G. G. DE A.; HERNANDES, L. E. C. O. (Eds.). **Direito penal econômico: temas essenciais para a compreensão da macrocriminalidade atual**. Salvador: JusPodivm, 2017. p. 29–57.

PEREIRA, M. R. et al. Características Econômicas de Empresas e uso de Hedge Accounting: um Estudo em Empresas do Setor de Consumo Não-Cíclico Listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa | Revista Evidenciação Contábil & Finanças. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5 (2), p. 74–87, 2017.

PICCOLI, P. G. R.; SOUZA, A.; SILVA, W. V. DA. As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 141–162, 8 abr. 2014.

PLOEGER, N. A.; BISEL, R. S. The Role of Identification in Giving Sense to Unethical Organizational Behavior: Defending the Organization. **Management Communication Quarterly**, v. 27, n. 2, p. 155–183, 1 maio 2013.

POZNER, J.-E.; MOHLIVER, A.; MOORE, C. Shine a Light: How Firm Responses to Announcing Earnings Restatements Changed After Sarbanes–Oxley. **Journal of Business Ethics**, v. 160, n. 2, p. 427–443, dez. 2019.

- RIBEIRO, H. C. M. Governança corporativa: Uma análise da produção científica divulgada nos periódicos científicos nacionais indexados na SPELL. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 17, n. 2, p. 177–197, 11 ago. 2023.
- RIBEIRO, H. C. M.; OLIVEIRA, M. C. INFLUÊNCIA DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CONTROLADORIA DAS EMPRESAS QUE ATUAM NO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA. **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 6, n. 1, 2019.
- RICHARDS, D. W.; AHMED, A. D.; BRUCE, K. Ethics in financial planning: Analysis of ombudsman decisions using codes of ethics and fiduciary duty standards. **Australian Journal of Management**, v. 47, n. 3, p. 401–422, 1 ago. 2022.
- RODRIGUES, A. M. **Direito penal econômico: uma política criminal na era do compliance**. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2020.
- ROSE, A. M. et al. Why Financial Executives Do Bad Things: The Effects of the Slippery Slope and Tone at the Top on Misreporting Behavior. **Journal of Business Ethics**, v. 174, n. 2, p. 291–309, nov. 2021.
- SAKAWA, H.; WATANABEL, N. Accounting Frauds and Main-Bank Monitoring in Japanese Corporations. **Journal of Business Ethics**, v. 180, n. 2, p. 605–621, 1 out. 2022.
- SALVADOR, L. H. et al. APLICAÇÃO DO CPC 25 EM PASSIVOS CONTINGENTES E PROVISÕES DE DEMANDAS JURÍDICAS EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. **SINERGIA - Revista do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis**, v. 26, n. 2, p. 105–120, 25 jul. 2022.
- SANTOS, R. C. DOS; SOARES, J. M. I. Ensaio Teórico sobre a Governança Corporativa em setores regulados aplicado às concessionárias de rodovias. **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 3, n. 1, 2016.
- SANTOS, R. C.; RAUPP, F. M.; ORSO, L. É. Mecanismos de governança e valor de mercado das concessionárias De rodovias listadas na B3 (BM&FBOVESPA). **RGC - Revista de Governança Corporativa**, v. 10, p. e0136–e0136, 6 jul. 2023.
- SCHARFF, M. M. Understanding WorldCom’s Accounting Fraud: Did Groupthink Play a Role? **Journal of Leadership & Organizational Studies**, v. 11, n. 3, p. 109–118, mar. 2005.
- SENA, T. R.; FILHO, J. M. D.; MOREIRA, N. B. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS NO NOVO MERCADO DO BRASIL: UMA ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DE AUDITORIAS BIG FOUR E NÃO BIG FOUR. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 10, n. 2, p. 04–21, 2020.
- SHEEDY, E.; GARCIA, P.; JEPSEN, D. The Role of Risk Climate and Ethical Self-interest Climate in Predicting Unethical Pro-organisational Behaviour. **Journal of Business Ethics**, v. 173, n. 2, p. 281–300, 1 out. 2021.

- SILVA, A. A. DA; BRITO, E. P. Z. Incerteza, racionalidade limitada e comportamento oportunista: um estudo na indústria brasileira. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, p. 176–201, fev. 2013.
- SILVA JUNIOR, L. A.; LEÃO, M. B. C. O software Atlas.ti como recurso para a análise de conteúdo: analisando a robótica no Ensino de Ciências em teses brasileiras. **Ciência & Educação (Bauru)**, v. 24, p. 715–728, set. 2018.
- SOLAS, J. Conscientious Objections to Corporate Wrongdoing. **Business and Society Review**, v. 124, n. 1, p. 43–62, mar. 2019.
- SOUSA, H. A. DE et al. A evolução na divulgação de práticas de compliance por companhias abertas brasileiras no período “Lava Jato”. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 22, p. e2023, 15 mar. 2024.
- SPENCE, M. Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. **The American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 434–459, 2002.
- SUTHERLAND, E. H. **Crime de colarinho branco**. Clécio Lemos. 1ª ed. Rio de Janeiro: Revan, 2015.
- ULLAH, S. et al. International Evidence on the Determinants of Organizational Ethical Vulnerability. **British Journal of Management**, v. 30, n. 3, p. 668–691, 2019.
- UNSAI, O.; BRODMANN, J. **Corporate Reputation and Market Reaction: Evidence from FinTech Industry**. Rochester, NY Social Science Research Network, , 2021. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=4117797>>. Acesso em: 14 fev. 2025
- UOL. **CVM quer dobrar número de investidores na Bolsa e atingir classe média**. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2024/08/12/cvm-bolsa-investidores.htm>>. Acesso em: 18 ago. 2024.
- VALLE, C. D.; SARTURI, G. Capacidades dinâmicas para gestão de stakeholders. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 20, n. 4, p. 527–542, ago. 2022.
- VAUGHAN, D. The Dark Side of Organizations: Mistake, Misconduct, and Disaster. **Annual Review of Sociology**, v. 25, p. 271–305, 1999.
- VESA, M.; HOND, F. D.; HARVIAINEN, J. T. On the Possibility of a Paratelic Initiation of Organizational Wrongdoing. **Journal of Business Ethics**, v. 160, n. 1, p. 1–15, nov. 2019.
- WILLIAMSON, O. E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. **The Journal of Law & Economics**, v. 22, n. 2, p. 233–261, 1979.
- WILLIAMSON, O. E. Public and Private Bureaucracies: A Transaction Cost Economics Perspective. **Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 15, p. 306–342, 1999.
- XIA, J. et al. Rule violation and time-to-enforcement in weak institutional environments: A good faith perspective. **Journal of Management**, v. 49, n. 8, p. 2549–2594, 1 nov. 2023.

YIN, R. K. **Qualitative research from start to finish**. 2^a ed. Londres: The Guilford Press, 2016.

ZHONG, X.; CHEN, W.; REN, G. External tournament incentives and corporate social irresponsibility. **European Management Review**, v. 1, n. 13, 2023.

ANEXO I

Tabela: Classificação dos Processos Administrativos Sancionadores

Classificação dos Processos Administrativos Sancionadores	
CATEGORIA	EXPLICAÇÃO
Nº do processo	Número do processo indicado pela CVM
Ementa	Resumo do caso e do resultado do julgamento, constante no próprio acórdão
Descrição do caso de <i>misconduct</i>	Resumo elaborado a partir da leitura do acórdão, indicando os principais fatos que posteriormente serão incluídos na ferramenta Atlas.ti para categorização
Relator	Diretor da CVM responsável por relatar o caso ao Colegiado
Tipo de agente	Identificar se o agente era uma empresa de capital aberto, ou outro tipo de agente do mercado (ex: fundo de investimento, auditor independente, assessor de investimentos etc)
Segmento Especial de Listagem	No caso das companhias de capital aberto, indicar qual o segmento de listagem
Acusado(s)	Identificar quem eram as pessoas acusadas: pessoa jurídica ou pessoas físicas (nesse caso, indicando o cargo do acusado)
Dispositivo legal violado	Quais as leis ou regulamentos da CVM foram violados pelos acusados
Decisão	Absolvição ou condenação
Punição aplicada	Indicar a punição aplicada, dentre as previstas na legislação (Lei Federal nº 6.385/76)
Resultado do julgamento	Se por maioria ou unanimidade
Data do julgamento	Data em que a CVM proferiu o julgamento
Data dos fatos	Período em que ocorreu o caso de <i>misconduct</i> sob julgamento
Observação	Inclusão de informações complementares relevantes para entendimento do caso