

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO E INOVAÇÃO

BÁRBARA SIMÕES NARCISO

**TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS E ESG: DESAFIOS NA
OBTENÇÃO DE MATERIALIDADE NOS PADRÕES DE RELATO INTERNACIONAL**

Juiz de Fora

2025

BÁRBARA SIMÕES NARCISO

**TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS E ESG: DESAFIOS NA
OBTENÇÃO DE MATERIALIDADE NOS PADRÕES DE RELATO INTERNACIONAL**

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade Federal de Juiz de
Fora para obtenção do título de Mestre em
Direito pelo Programa de Pós-Graduação em
Direito e Inovação.

Área de concentração: Direitos Humanos,
Pessoas e Desenvolvimento

Orientadora: Profa. Dra. Caroline da Rosa
Pinheiro

Juiz de Fora

Bárbara Simões Narciso

Transações com Partes Relacionadas e ESG: Desafios na Obtenção de Materialidade nos Padrões de Relato Internacional

Dissertação apresentada ao programa de mestrado em Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito. Área de concentração: Direito e Inovação

Aprovada em 30 de abril de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Caroline da Rosa Pinheiro - Orientador
Universidade Federal de Juiz de Fora

Luciana Pires Dias
FGV SP

Marcos Vinício Chein Feres
Universidade Federal de Juiz de Fora

Juiz de Fora, 24/04/2025.



Documento assinado eletronicamente por **Caroline da Rosa Pinheiro, Professor(a)**, em 09/05/2025, às 10:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Pires Dias, Usuário Externo**, em 14/05/2025, às 11:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcos Vinicio Chein Feres, Professor(a)**, em 14/05/2025, às 13:03, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **BARBARA SIMÕES NARCISO, Usuário Externo**, em 15/05/2025, às 13:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Uff (www2.uff.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **2362779** e o código CRC **D3AC2F06**.

RESUMO

NARCISO, Bárbara Simões. **Transações com Partes Relacionadas e ESG**: desafios na obtenção de materialidade nos padrões de relato internacional. 2025. 188f. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2025.

Empresas com volumes altos de Transações com Partes Relacionadas (TPRs) tendem a apresentar menor aderência às práticas de ESG (*Environmental, Social and Governance*), indicando uma possível relação entre governança frágil e menor qualidade na divulgação dessas transações. Considerando os diversos aspectos que relacionam os dois temas, o trabalho trata das TPRs e do ESG, explorando a materialidade e buscando compreender como a Governança Corporativa e os padrões de relato ESG incluem a transparência, a regulação e os impactos dessas transações nas divulgações de sustentabilidade financeiramente orientadas. Para esse propósito, o estudo considerou duas teorias de Governança Corporativa, a Teoria da Agência e a Teoria dos Stakeholders. Buscou-se avaliar, a partir da análise empírica dos padrões de relato GRI (*Global Report Initiative*), SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) e ISSB (*International Sustainability Standards Board*), se os mecanismos de ESG ajudam a reduzir os usos das TPRs para manipulação financeira; observar como essas diretrizes são aplicadas na prática e a influência dessa utilização na (dupla) materialidade, no engajamento de *stakeholders* e na adoção de relatórios, políticas e documentos que divulgam a realização de TPRs como estratégia dentro da governança ESG. Os resultados indicam que nenhum dos padrões de relato analisados trata suficientemente das TPRs, dificultando a extração de materialidade (de impacto ou financeira), a partir das informações ESG atualmente divulgadas. Este trabalho apresenta uma proposta de contribuição para análise do tema, considerando os esforços de conjugação do mercado para a complementação entre informações financeiras e ESG.

Palavras-chave: Transações com Partes Relacionadas; ESG; Governança Corporativa; Materialidade; Padrões de Relato.

ABSTRACT

NARCISO, Bárbara Simões. **Related Party Transactions and ESG: challenges in achieving materiality in international reporting standards**. 2025. 188f. Master of Laws dissertation. Federal University of Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2025.

Companies with high volumes of Related Party Transactions (RPTs) tend to be less compliant with ESG (Environmental, Social and Governance) practices, indicating a possible relationship between weak governance and lower quality in the disclosure of these transactions. Considering the various aspects that relate the two themes, this paper deals with TPRs and ESG, exploring materiality and seeking to understand how Corporate Governance and ESG reporting standards include transparency, regulation and the impact of these transactions on financially-oriented sustainability disclosures. To this end, the study considered two theories of Corporate Governance, the Agency Theory and the Stakeholder Theory. Based on an empirical analysis of the GRI (Global Report Initiative), SASB (Sustainability Accounting Standards Board) and ISSB (International Sustainability Standards Board) reporting standards, the aim was to assess whether ESG mechanisms help to reduce the use of TPRs for financial manipulation; to observe how these guidelines are applied in practice and the influence of this use on (double) materiality, stakeholder engagement and the adoption of reports, policies and documents that disclose the performance of TPRs as a strategy within ESG governance. The results indicate that none of the reporting standards analyzed deal sufficiently with TPRs, making it difficult to extract materiality (impact or financial) from the ESG information currently disclosed. This paper presents a proposal to contribute to the analysis of the subject, considering the market's efforts to complement financial and ESG information.

Keywords: Related Party Transactions; ESG; Corporate Governance; Materiality; Reporting Standards.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	- Estágio de maturidade e sustentabilidade das empresas	117
Tabela 2	- Comparativo dos standards: ISSB (Normas IFRS S1e S2), SASB e Normas GRI	127
Tabela 3	Resultado da resposta à pergunta 1.	182
Tabela 4	Resultado da resposta ao item 2: “Data de início da análise”.	182
Tabela 5	Resultado da resposta ao item 3, que inicia o Bloco 1	182
Tabela 6	Resultado das respostas ao item 4.	183
Tabela 7	Resultado das respostas ao item 5, que inicia o Bloco 2	183
Tabela 8	Resultado das respostas à pergunta 6.	183
Tabela 9	Resultado das respostas ao item 7	184
Tabela 10	Resultado das respostas ao item 8.	184
Tabela 11	Resultado das respostas ao item 9.	184
Tabela 12	Resultado das respostas ao item 10.	185
Tabela 13	Resultado das respostas à pergunta 11.	185
Tabela 14	Resultado das respostas ao item 12, que inicia o Bloco 3.	185
Tabela 15	Resultado das respostas ao item 13, que fecha o Bloco 3 e o Questionário.	186

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ASG	Ambiental, Social e Governança
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CAF	Comitê de Fusões e Aquisições
CEO	<i>Chief Executive Officer (correspondente em português a Diretor Executivo)</i>
CDP	<i>Carbon Disclosure Project</i>
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CIMNE	Centro Internacional de Métodos Numéricos en Ingeniería
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EDResp	Grupo de Pesquisa Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade
ESG	<i>Environmental, Social, Governance</i> (correspondente em português ASG, Ambiental, Social e Governança)
FRE	Formulário de Referência
GRI	<i>Global Report Initiative</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (anteriormente Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração- IBCA)
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIRC	<i>International Reporting Council</i>
IPO	<i>Initial Public Offering (corresponde em português a Oferta Pública Inicial)</i>
ISSB	<i>International Sustainability Standards Board</i>
KPMG	<i>Klynveld Peat Marwick Goerdeler</i>
LSA	Lei de Sociedades por Ações
NM	Novo Mercado
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODS	Objetivos do Desenvolvimento Sustentável

ONU	Organização das Nações Unidas
<i>PRI</i>	<i>Principles for Responsible Investment (correspondente em português a Princípios pelo Investimento Responsável)</i>
<i>PwC</i>	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
<i>SASB</i>	<i>Sustainability Accounting Standards Board</i>
S.A.	Sociedades Anônimas
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission</i>
<i>TCFD</i>	<i>Task Force on Climate related Financial Disclosures</i>
TPR	Transações com Partes Relacionadas
UE	União Europeia
UFJF	Universidade Federal de Juiz de Fora

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	20
2.1	CONCEITO E TEORIAS APLICÁVEIS AO PRESENTE TRABALHO.	24
2.1.1	Conceito de Governança Corporativa Adotado	33
2.2	OBJETO E OBJETIVO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	35
2.3	PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	37
2.4	MARCOS DA HISTÓRIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	40
2.4.1	Histórico do Mercado de Capitais e Promulgação da Lei nº 6.404/76	40
2.4.2	Governança Corporativa no Mundo e no Brasil a partir de Impactos Financeiros	45
2.4.3	Governança Corporativa no Mundo a partir de Questões Ambientais e os Recentes Desastres Brasileiros	49
2.5	DOCUMENTOS DE GOVERNANÇA PARALELA (SHADOW GOVERNANCE)	51
2.6	MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	55
3	TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	60
3.1	DISCUSSÃO EM TORNO DAS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	60
3.2	CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS DE TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	63
3.3	A DEFINIÇÃO DE PARTE RELACIONADA	69
3.4	GRUPOS E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	70
3.5	A DISCIPLINA DAS TPRS NO BRASIL	73
3.5.1	Disposições Legais e Regulatórias	74
3.5.2	Diretrizes e Melhores Práticas em Termos de TPRs	83
3.6	TPRS: VANTAGENS E (MUITOS) DESAFIOS	86
3.6.1	Desafios das TPRs	87
3.6.1.1	<i>Conflitos de Interesses</i>	87
3.6.1.2	<i>Propping, Tunneling e Gerenciamento de Resultados</i>	90
3.6.1.3	<i>Comutatividade, Transparência e Competitividade</i>	93
3.6.1.4	<i>Monitoramento, Enforcement e Liberdade Contratual</i>	98

4.	ESG: CONCEITOS E SUA RELAÇÃO COM TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	104
4.1	TPRS E ESG	108
4.2	CONCEITOS E ORIGEM	112
4.3	SUSTENTABILIDADE AMBIENTAL, ECONÔMICA E SOCIAL	114
4.4	MECANISMOS DE ESG	118
4.5	MATERIALIDADE DE ESG: FORMAS DE MEDIR O CUMPRIMENTO DOS INSTRUMENTOS	120
	PARTE II:	130
5.	ANÁLISE EMPÍRICA	131
5.1	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	131
5.2	ASPECTOS INTRODUTÓRIOS À ANÁLISE	132
5.2.1	Perguntas	132
5.2.2	Objeto de Análise	135
5.2.3	Parâmetros de Análise	138
5.3	ANÁLISE EM SI	143
5.3.1	ISSB - IFRS S1	143
5.3.1.1	<i>Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas</i>	143
5.3.1.2	<i>Divulgação Obrigatória de Informações</i>	144
5.3.1.3	<i>Aprovação e Governança</i>	145
5.3.2	GRI	146
5.3.2.1	<i>Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas</i>	147
5.3.2.2	<i>Divulgação Obrigatória de Informações</i>	149
5.3.2.3	<i>Aprovação e Governança</i>	152
5.3.3	SASB	153
5.3.3.1	<i>Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas</i>	153
5.3.3.2	<i>Divulgação Obrigatória de Informações</i>	154
5.3.3.3	<i>Aprovação e Governança</i>	156
5.4	CONCLUSÕES GERAIS DA ANÁLISE EMPÍRICA	157
5.5	RESPOSTA TEÓRICA E CONTRIBUIÇÃO DO PRESENTE TRABALHO	159
5.5.1	Justificativa para Inclusão como Tema Material no Relatório GRI	159
5.5.2	Justificativa para Inclusão como Tema Material no Relatório IFRS	161

6	CONCLUSÃO	166
7	REFERÊNCIAS	169
	APÊNDICE A - Questionário Aplicado	
	APÊNDICE B - Resultados Globais	

1. INTRODUÇÃO

Define-se Transações com Partes Relacionadas (TPRs), para os fins da presente pesquisa, como negócios jurídicos - contratos - que importam na “transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida” (CVM, 2010, p. 4)¹, compreendendo-se partes relacionadas como pessoas - executivos, diretores ou acionistas controladores - que tomam decisões para uma empresa - ou seus associados -, também chamados de controladores corporativos (Paccos, 2018, p. 1)².

Ao longo dos últimos 25 anos, as TPRs foram responsáveis, ao menos parcialmente, por diversos escândalos corporativos³, destacando-se como um “fenômeno empresarial” recorrente especialmente em países emergentes como o Brasil (Camargo, 2019, p. 39; IBGC, 2019, p. 1). Como as operações podem assumir diferentes configurações: técnica lícita e eficiente de organização empresarial; indício de conflito de interesses ou instrumento para fraude ou favorecimento pessoal de controladores corporativos (Camargo, 2019, p. 39), o estudo do tema apresenta algumas dificuldades, tendo em vista que, por vezes, “estratégias regulatórias variam muito sobre o tema, mesclando-se regras regulatórias e autorregulatórias” (Camargo, 2019, p. 33)⁴.

E, a depender de qual configuração assumem, essas transações possuem o potencial de aumentar ou reduzir o valor para acionistas e *stakeholders* (Silveira; Prado; Sasso, 2008, p. 5), bem como impactar a sustentabilidade econômica da companhia, tendo em vista que os

¹ Para estes efeitos, considera-se pessoa relacionada com a entidade que reporta a informação, aquela que: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação

² Todavia, TPRs não dispõe de um conceito único e fechado. A título de exemplo, Camargo (2019, p. 76), define as transações entre partes relacionadas “como toda e qualquer relação contratual, formal ou não, estabelecida entre pessoas físicas e jurídicas ligadas a um grupo de fato, que se manifestem por força de um poder de controle advindo de uma já existente relação societária, contratual, gerencial ou pessoal (familiar ou relativa a qualquer outro vínculo afetivo), cuja influência traz, na prática, uma unidade econômica nas ações e no processo de tomada de decisões que afeta o agrupamento empresarial como um todo”. Já o IBGC (2019, p. 1), por sua vez, dispõe que se tratam de “um fenômeno empresarial muito comum no Brasil – as relações de negócio e/ou comerciais mantidas entre acionistas e/ou administradores com a sociedade de que fazem parte (transações com partes relacionadas), significativas e realizadas com frequência, sobretudo em empresas de controle familiar”.

³ Tais como os casos Enron Corporation (2001) e Parmalat (2003), Tyco e WorldCom (2002), Brasil Ecodiesel (2008), Petrobrás, Brasil Agro e a Diagnósticos da América (2009) e Springer e Afam (2017).

⁴ Neste sentido, a discussão a respeito de “partes relacionadas” é feita no campo do direito societário, não só pela complexidade da matéria e da multiplicidade dos enfoques que é possível lhe dar, como também por inexistir um único modo de administração da sociedade lidar com os riscos típicos de transações entre partes relacionadas. Fatores como o porte da companhia, a frequência com que contrata com suas partes relacionadas e a materialidade da operação interferem na avaliação, nas políticas e nos procedimentos a serem aplicados em cada caso para determinar a comutatividade da operação (CVM, 2020, p. 8).

diversos escândalos corporativos envolvendo o tema geraram preocupações relacionadas à qualidade das informações financeiras e contábeis, mormente pela possibilidade de os gerentes corporativos poderem explorar as características do sistema contábil para realizar a manipulação de resultados (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, p. 1) em prol de uma falsa atuação em conformidade com os padrões exigidos pelo mercado.

Além disso, cada tipo de transação com parte relacionada pode ser usada para distorcer relatórios financeiros à sua própria maneira, mas essas transações não são necessariamente mecanismos de fraude, sua presença não precisa indicar relatórios financeiros fraudulentos e a capacidade de identificar a natureza benigna da maioria das transações com partes relacionadas e as características diferenciadoras entre transações benignas e fraudulentas, justifica a importância de avaliar as transações com partes relacionadas de uma empresa à luz de sua estrutura mais ampla de governança corporativa (Henry *et al.*, 2007, p. 7).

A superação do *trade off* entre o custo de complexidade e o benefício de disfarçar uma transação é função da governança corporativa, já que uma empresa que se envolve em TPRs enfrenta desafios de governança (Henry *et al.*, 2007, p. 28). E já existem evidências, no mercado brasileiro, acerca da correlação negativa entre a qualidade da governança corporativa e a utilização de grandes volumes de TPRs⁵.

O papel da governança na estruturação dos mercados é, para além de compreender e resolver os problemas de agência nas sociedades empresárias (Jensen; Meckling, 1976, p. 7), centrar-se nos processos decisórios de entidades jurídicas (Portugal Gouvêa, 2022, p. 351), importando no estudo dos mecanismos de relacionamento e controle (IBGC, 2023, p. 15) da atividade empresarial, para alcançar seus objetivos, dentre eles (i) realizar revisões e alterações na direção estratégica da organização (Portugal Gouvêa, 2022, p. 108) e (ii) proporcionar maior transparência e preservar, a longo prazo, ativos e ações das sociedades empresárias, protegendo, também, os interesses dos *stakeholders*.

Nesse contexto, o ESG (*Environmental, Social, Governance*) também vem crescendo em aplicação e importância e influenciando na estrutura de governança das sociedades, bem como na tomada de decisões de investimentos de longo prazo, expandindo o foco da governança para a geração de valor aos *stakeholders* (IBGC, 2023, p. 11; Narciso, Pinheiro, 2024, p. 138)⁶. No contexto das TPRs, empresas com mais transações com partes relacionadas

⁵ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil. Novembro, 2008.

⁶ Reflexo disso é o fato que, desde que foi criado - em 2005 - o ISE B3 teve alta de cerca de 294,73% contra 245,06% do Ibovespa, com índice menor de volatilidade: 25,62% em relação a 28,10% do Ibovespa. Informação disponível em: <https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Release_2020.pdf>. Acesso 26 out. 2023.

relacionadas tendem a ter relatórios ambientais mais controversos, menos redução de emissões e menos gastos ambientais (Choi *et al.*, 2022, p. 1).

Além disso, mecanismos de ESG podem possuir um impacto positivo na diminuição de relatórios controversos sobre transações com partes relacionadas (Choi *et al.*, 2022, p.4), apontando a relação entre ESG e sua relação negativa com a manipulação contábil, a sugerir que empresas que possuem alto nível de governança não usam significativamente as TPRs como substitutas do gerenciamento de resultados o desempenho de ESG. Nesse sentido, o desempenho de ESG pode atenuar as irregularidades financeiras e, dentre outros, práticas de evasão fiscal e a manipulação contábil de lucros (Gavana, Gottardo e Moisello, 2022, p. 18).

Isso significa que o custos marginais de implementação de responsabilidade social corporativa podem superar os benefícios para empresas que se envolvem nessas atividades e que essas transações podem estar associadas não apenas a externalidades negativas, mas também a decisões de redução de valor no longo prazo (Choi *et al.*, 2022, pp.1-2).

No mesmo sentido, a preocupação com ESG pode ser uma forma de responsabilidade gerencial capaz de reduzir os custos de agência, porque o desempenho de ESG aumenta a expectativa dos acionistas e, por sua vez, a pressão sobre a administração para que empregue práticas comerciais éticas (Gavana, Gottardo e Moisello, 2022, pp. 5-18), preservando a legitimidade das TPRs e diminuindo a sua utilização como forma de manipulação dos resultados financeiros de uma companhia.

Por isso, diante da complexidade e da descoordenação regulatória, a preocupação pela medida ideal de regulação do tema passa, necessariamente, por seu estudo multidisciplinar. Consequentemente, entende-se que contribuições provenientes da governança corporativa, com uma análise conjunta das contribuições trazidas pelas teorias adotadas, podem auxiliar na importante e difícil missão de regular o tema das TPRs a partir do ESG.

Os principais fatores incluem: (i) a incompletude dos contratos empresariais e os conflitos de interesses, que justificam a aplicação de mecanismos de governança corporativa, mas não explicam a diversidade de motivações humanas, já que decisões empresariais podem envolver situações intangíveis, como oportunidades de crescimento, realizações profissionais e autorrealização; (ii) necessidade de mecanismos baseados não só na confiança da gestão empresarial, como também em parâmetros objetivos e evidências, permitindo que investidores utilizem sua influência sobre atuais ou potenciais investidos/emissores, formuladores de políticas, prestadores de serviços e *stakeholders* - geralmente de forma colaborativa - para

maximizar o valor geral de longo prazo (PRI, 2021, p. 3)⁷; e (iii) insuficiência de teorias isoladas para lidar com a complexidade do mercado de capitais global, exigindo-se uma abordagem multidisciplinar para compreender os impactos da atuação corporativa e, consequentemente, das TPRs.

Conquanto inexista uma receita única que sirva adequadamente para todas as situações, institutos e órgãos reguladores vêm compreendendo que, dentre as melhores práticas, estão a elaboração de uma política que, “no mínimo, aprioristicamente estabeleça procedimentos para a identificação de partes relacionadas e para a negociação, aprovação, acompanhamento e divulgação desses negócios” (CVM, 2020, p. 11); relatórios, formulários, políticas que sejam transparentes e contenham informações claras, corretas, completas e concisas (4 “Cs”) sobre as TPRs, em linguagem direta e objetiva, evidenciando todos os elementos das TPRs (IBGC, 2014, p. 20); e documentação das deliberações e negociações a permitir posterior averiguação da comutatividade e competitividade da transação (CVM, 2008, pp.2-3; IBGC, 2014, p. 9; IBGC, 2023, p. 69).

Com isso em mente, o objetivo geral do estudo é analisar o cenário de implementação da materialidade de impacto financeiro no mercado de capitais brasileiro, a partir dos instrumentos que reportam Transações com Partes Relacionadas e a partir do implemento do ESG para afastar a utilização das TPRs sob a hipótese de conflito de interesses. Por sua vez, os objetivos específicos são: (i) compreender o contexto histórico e o movimento de governança corporativa no Brasil e no mundo; (ii) compreender o contexto histórico do desenvolvimento sustentável e do termo ESG; (iii) investigar a aplicação das teorias de governança e sua relação com ESG e TPR; (iv) discorrer acerca das Transações com Partes Relacionadas, suas características principais, aplicabilidade, e dupla materialidade⁸ e ressalvas quanto à sua utilização indevida; (v) analisar a regulamentação brasileira no que diz respeito à documentação, divulgação e elaboração das TPRs e dos documentos que as veiculam.

Não suficiente, (vi) observar como essas diretrizes são aplicadas na prática e a influência dessa utilização na (dupla) materialidade, no engajamento de *stakeholders* e na adoção de relatórios, políticas e documentos que divulgam a realização de Transações entre Partes Relacionadas como instrumento de governança corporativa – a partir da análise dos

⁷ Essa interpretação está conectada com a evolução da governança corporativa e com a adoção de instrumentos, como o ESG, para tratar de um assunto tradicionalmente financeiro, como as TPRs.

⁸ O conceito de materialidade ainda será aprofundado neste estudo, mas, como referência inicial, em termos de contabilidade, as informações são qualificadas como materiais quando a ausência, a distorção ou a ocultação delas pode influenciar de maneira significativa as decisões dos principais usuários dos relatórios financeiros para propósitos gerais. Portanto, não é viável estabelecer um limite quantitativo uniforme para a materialidade, nem pré-determinar o que pode ser considerado material em circunstâncias específicas (CPC, 2019, p. 10).

relatórios GRI (*Global Report Initiative*), SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) e ISSB (*International Sustainability Standards Board*).

A premissa é de que os mecanismos de ESG reforçam a transparência das relações com partes relacionadas e, consequentemente, dessas transações em relatórios de sustentabilidade financeiramente orientados. Logo, a presente pesquisa pretende analisar se o formato de divulgação imposto pela CVM, a partir da Resolução CVM nº 193/2023, permite a utilização das Transações com Partes Relacionadas como parte de uma estratégia maior de ESG e, nesse âmbito, capaz de avaliar o duplo impacto gerado pela atividade empresarial.

Para tanto, foca-se em uma grande questão: (P1) até que ponto é possível incluir as Transações com Partes Relacionadas como estratégia para tomada de decisões de investimento no contexto de ESG no Brasil? Como construção da resposta para essa pergunta, estabelecem-se outras indagações que norteiam o trabalho: (P2) a governança corporativa atual em matéria de TPRs implica em adoção de padrões e métricas em rol taxativo para o seu cumprimento dos deveres de transparência, elaboração e divulgação dessas transações? (P3) Quais procedimentos, políticas e relatórios passaram a fazer parte do reporte de realização da TPRs? (P4) As Políticas de Transações com Partes Relacionadas e os Relatórios de Referência são instrumentos vinculativos e capazes de gerar o *enforcement* das práticas ESG para o tema? (P5) Os Relatórios de Referência são instrumentos hábeis para a aferição do cumprimento do ESG? (P6) Como os fatores de ESG devem ser incluídos nas metodologias de divulgação de TPRs? (P7) Quais são as várias abordagens para definir e entender a materialidade a partir das perspectivas de diferentes partes interessadas? (P8) É possível a aplicação da dupla materialidade para verificar o cumprimento de ESG em termos de TPRs?

As hipóteses adotadas no presente estudo são: (H1) a tendência crescente de os participantes do mercado realizarem transações vinculadas a fatores ESG ampliam e reorientam a análise de informações financeiras e comerciais que sustentam a decisão de investimentos por parte de investidores, tornando-se um tecido regulatório e avaliativo que acionistas, partes interessadas, investidores e reguladores estão usando para medir, avaliar e classificar companhias⁹. Um número cada vez maior de investidores demanda informações sobre ESG que consideram relevantes/materiais para suas decisões de investimento¹⁰. Dessa forma, considerando que o desempenho de ESG tende a atenuar irregularidades financeiras,

⁹ Disponível em

<<https://www.thetaxadviser.com/issues/2023/sep/integratin-transfer-pricing-and-esg-practical-considerations.html>>. Acesso em 15 abr. 2024.

¹⁰ Disponível em:

<<https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/01/Guide-for-Company-Advisers-to-ESG-Disclosure-in-Leveraged-Finance-Transactions.pdf>>. Acesso em 15 abr. 2024.

práticas de evasão fiscal e manipulação contábil de lucros, custos de agência e utilização das TPRS como substitutas do gerenciamento de resultados (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, pp. 5-18), a sua utilização parece ser estratégica para aumentar a confiabilidade no mercado de capitais brasileiro.

Neste sentido, (H2) à medida que as características de ESG se tornarem mais difundidas no mercado, abordagens alternativas para avaliar as características de ESG poderão ser introduzidas para aliviar o ônus operacional das empresas ao participarem de “transações verdes¹¹”, mas podem não fornecer informações úteis para a tomada de decisão dos usuários nas demonstrações financeiras. Isso ocorre, porque atualmente, embora mensuráveis e verificáveis sobre as metas de ESG sejam essenciais para promover a confiança, o crescimento e a confiança de longo prazo, é difícil avaliar as características de ESG devido à falta de informações observáveis, o que é crucial para o desenvolvimento de demonstrações contábeis e financeiras que facilitem a elaboração de relatórios de sustentabilidade verificáveis objetivamente¹², podendo não viabilizar a análise das TPRS sob o ponto de vista da dupla materialidade.

Ainda, (H3) como empresas nacionais e multinacionais estão em diferentes estágios de suas integrações com ESG e, por esse motivo, abordando considerações de ESG de forma diferente, muitas vezes com base no porte, na presença geográfica, na dinâmica do setor e na maturidade da empresa (KPMG, 2023, pp.3-4), as informações relevantes e as abordagens usadas para medir, rastrear e agir com base nas informações e métricas de ESG não são uniformes, podendo exigir maior rigor metodológico na tentativa de obtenção de dados objetivos.

Todavia, (H4) embora inexistam obrigações regulatórias específicas e igualitárias ao redor do mundo, em termos de ESG, essas considerações estão se tornando cada vez mais parte da linguagem regulatória mais ampla, e reguladores estão reconhecendo a necessidade de integrar os fatores de ESG em vários aspectos da governança corporativa. Exemplo disso é

¹¹ As finanças sustentáveis se desenvolveram em um ritmo tremendo nos últimos cinco anos, apoiando mudanças econômicas reais. Apesar do ambiente macroeconômico desafiador devido à pandemia da COVID-19, a Bloomberg informou que o mercado de finanças sustentáveis cresceu 29% em 2020, atingindo um novo recorde de US\$ 732 bilhões em instrumentos de dívida com tema de sustentabilidade emitidos durante o ano. Os títulos sociais lideraram o crescimento, saltando sete vezes para US\$ 147,7 bilhões. A emissão de títulos verdes também atingiu um novo recorde de US\$ 305,3 bilhões, fazendo com que a emissão acumulada de títulos verdes desde 2007 ultrapassasse US\$ 1 trilhão. As Nações Unidas estimaram que a lacuna de financiamento anual para atingir seus Objetivos de Desenvolvimento Sustentável é de US\$ 2,5 trilhões por ano. Disponível em:

<https://assets.bbhub.io/company/sites/56/2021/04/Impact_Report_2020.pdf> e

<<https://press.un.org/en/2019/dsgsm1340.doc.htm>>. Acesso em 15 abr. 2024.

¹² Disponível em:

<<https://fasb.org/page/PageContent?pageId=/about-us/Advisory-Groups/fasac/meeting-recap/fasac-meeting-recap-april-8-2021.html>>. Acesso em 15 abr. 2024.

a Resolução CVM nº 59, de 12 de dezembro de 2021, que não exige que os emissores adotem qualquer prática em particular, mas inclui algumas inovações para fomentar a transparência de informações ambientais, sociais e de governança corporativa, ao mesmo tempo em que permitem flexibilidade aos emissores para reportarem apenas informações que sejam relevantes no seu contexto, e a Resolução CVM nº 193/2023, que passa a exigir divulgações de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, uniformizando essas informações aos padrões internacionais do ISSB. Isso pode fomentar o debate a respeito de um espaço para a inclusão das TPRs dentre os fatores a serem considerados em ESG.

Para tanto, a Parte II do presente trabalho, destinada à pesquisa empírica, analisará três relatórios utilizados e amplamente aceitos ao redor do mundo, o SASB, GRI e ISSB (IFRS S1), compreendendo-os como mecanismos de ESG que abarcam divulgação de informações financeiras sob o viés da materialidade ou dupla materialidade para verificar (a) utilização obrigatória e aceitação mundial; (b) completariedade de informações exigidas e (c) integração entre reportes financeiros, TPR e ESG e responder a (P1) da Parte I.

Para alcançar os objetivos da pesquisa, a Parte II visou essencialmente responder a três perguntas: (P1) Quais são as várias abordagens para definir e entender a materialidade a partir das perspectivas de diferentes partes relacionadas? (P2) Qual é o conjunto essencial de informações materiais que os relatórios ou que divulgações sobre informações quanto às partes relacionadas precisam conter? (P3) Dentre os relatórios comumente utilizados, quais mais se harmonizam com a legislação brasileira? As hipóteses são: (H1) alguns relatórios apresentarão esforço maior de harmonização em virtude de seu escopo e objetivo; (H2) a organização que se utiliza do relatório sem cumprir a legislação falha na governança, na medida em que não se preocupa com a materialidade financeira, ou seja, utiliza o relatório com outros propósitos (ganho reputacional, confiança do mercado)¹³ e; (H3) os relatórios são considerados *shadow documents*, na medida em que constituem documentos de governança não estatutários que abarcam decisões importantes da governança diária das companhias, tais como as relacionadas a TPRs.

Como referencial teórico, dentro do campo das teorias de governança corporativa, duas abordagens se destacam por oferecerem perspectivas distintas sobre conflito social, interesses coletivos e responsabilidades empresariais, justificando o olhar das TPRs à luz da governança corporativa e do ESG. São elas a Teoria da Agência e a Teoria dos *Stakeholders*.

¹³ A hipótese rival, nesse contexto, é de que a organização que se utiliza do relatório cumpre a legislação. Ela será igualmente testada no momento de análise dos relatórios.

A Teoria da Agência foca na relação entre as partes diretamente envolvidas nas decisões (Jensen; Meckling, 1976, p. 7), enquanto a Teoria dos *Stakeholders* adota uma visão mais ampla, abrangendo todos os grupos afetados pelas ações da empresa (Freeman, 1984, p. 5). O desenvolvimento dessas teorias reflete o caráter dinâmico da governança corporativa (Portugal Gouvêa, 2022, p. 100), já que o objetivo da governança de analisar os interesses dos principais envolvidos nas decisões e daqueles com poderes decisórios (Jensen; Meckling, 1976, p. 7) foi expandido para integrar os interesses de todos os grupos impactados.

No mesmo sentido, sob a ótica da Teoria da Agência, administradores e controladores podem utilizar diferentes artifícios para expropriar riqueza das companhias, sendo a TPRS um dos principais instrumentos para esse fim (Oda, 2011, p. 35). Nesse sentido, maior transparência e harmonização das práticas contábeis tendem a aprimorar a divulgação de informações sobre essas transações, fortalecendo o monitoramento por acionistas minoritários e reduzindo potencial intrínseco de expropriação dessas operações (Oda, 2011, pp. 35-36).

Conjuntamente com a perspectiva da Teoria dos *Stakeholders*, as TPRS devem ser analisadas considerando o impacto sobre todos os envolvidos na atividade empresarial, não apenas os acionistas. Dessa forma, a mitigação dos riscos associados a TPRS ineficientes não se limita à redução de conflitos de agência, mas também ao fortalecimento da confiança e legitimidade da empresa perante o mercado e a sociedade, incluindo a visão mais ampla do ESG.

A pesquisa adotará uma abordagem exploratória, cujo objetivo é ampliar a compreensão do problema e torná-lo mais claro (Gil, 2002, p. 41). Para isso, será realizado um levantamento bibliográfico para analisar a evolução da Governança Corporativa e das Transações com Partes Relacionadas e a incorporação dos critérios ESG. Além disso, trata-se de uma pesquisa descritiva, caracterizada pela análise documental detalhada, tendo como objeto o estudo dos Relatórios ISSB (IFRS S1), SASB e GRI.

Quanto aos procedimentos metodológicos, será aplicada a análise documental¹⁴, utilizando como fonte principal os padrões de relato acima, com foco na materialidade e na preocupação de tratamento dado às TPRS e partes relacionadas. Para atender aos objetivos específicos da pesquisa, serão empregadas técnicas de análises estruturadas em etapas sistemáticas e objetivas. Para tanto, seguirá as seguintes fases: pré-análise, exploração do

¹⁴ A análise documental é “uma operação ou um conjunto de operações visando representar o conteúdo de um documento sob uma forma diferente da original, a fim de facilitar num estado ulterior, a sua consulta e referência” (Bardin, 1977, p. 45).

material, elaboração de questionário, tratamento dos resultados e interpretação (Bardin, 1977, pp. 95-102)¹⁵.

Esta dissertação faz parte da área de concentração “Direito e Inovação”, do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), e visa demonstrar as mudanças geradas pelo campo tecnológico na regulação jurídica. Portanto, o trabalho aborda o atual cenário de incorporação das atualizações de regulamentos e normas a respeito de ESG e Transações com Partes Relacionadas, bem como a mudança da percepção dos mecanismos de governança corporativa ao longo do tempo.

A linha de pesquisa em questão é: “Direitos Humanos, Pessoa e Desenvolvimento: inovação e regulação jurídica no contexto do capitalismo globalizado”. Considera-se que a percepção dos *stakeholders* sobre métricas e mecanismos de ESG impactam diretamente na forma como a regulação jurídica dos mercados é direcionada, tendo sido o Brasil pioneiro na incorporação dos padrões IFRS S1 e S2 como parte obrigatória da divulgação de informações a investidores. Sob essa perspectiva, demonstram-se os impactos das organizações na sociedade e como elas podem, e devem, reduzir suas externalidades negativas.

A respeito das motivações pessoais e do percurso até a presente dissertação de mestrado, entre 2018 e 2022 a autora realizou pesquisas sobre conflito de interesses, governança corporativa e compliance no âmbito do Grupo de Pesquisa EDResp da UFJF que resultaram, dentre outros, na publicação de artigo na obra coletiva “Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado” (2022) e em monografia de conclusão de curso sobre conflito de interesses e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado da B3 (2022). As pesquisas concluíram que as Políticas de TPRs possuíam finalidades meramente declaratórias (Narciso, 2022, pp. 47-54), motivo pelo qual buscou-se aprofundamento no tema, visando entender as suas nuances e aplicabilidade em um contexto mais amplo, como o do ESG.

Para tanto, a presente pesquisa se divide em duas partes. A Parte I é direcionada à contextualização do leitor nas interconexões entre Governança, TPRs e ESG, para construir a

¹⁵ A fase de pré-análise compreende a organização do plano de análise, incluindo a seleção dos documentos, a formulação de hipóteses e os objetivos. A escolha dos documentos a serem analisados requer uma leitura preliminar para compreender o tema e a estrutura do texto, estabelecendo uma conexão com as hipóteses e, principalmente, com o objetivo da análise. A etapa de exploração do material destaca-se pela codificação dos dados presentes nos documentos analisados, realizada por meio de uma leitura criteriosa que incorpora conhecimentos sobre o enfoque do tema pesquisado. Já a fase de tratamento dos resultados e a interpretação deles ocorreu após a obtenção dos dados, os quais foram tabulados e analisados qualitativamente para uma compreensão aprofundada dos elementos obtidos durante a pesquisa (Bardin, 1977, p. 95-102).

base teórica para identificar e descrever os avanços que o ISSB (IFRS S1), SASB e GRI contêm quanto à materialidade de análise das TPRS, que constituem objeto da Parte II.

Sob o ponto de vista jurídico, este estudo enfrentou algumas limitações, dentre elas: (1) as estratégias regulatórias para lidar com as TPRS variam muito; (2) da mesma forma é a definição de partes relacionadas; (3) as regras sobre grupos e relações com partes relacionadas normalmente não são apresentadas de forma consolidada, tendo regramentos esparsos em diversos países e até mesmo dentro do Brasil, cujo conteúdo varia igualmente dependendo da área específica do Direito em questão. Assim, utiliza-se regras de hetero e autorregulação, sendo várias dessas estratégias e soluções (a) recentes e poucos exploradas na prática; (b) que endereçam questões pontuais e (c) que respondem a preocupações setoriais de determinado ramo do direito (Camargo, 2019, p. 175).

Os resultados obtidos demonstram que, embora a interseção entre divulgação de informações financeiras e ESG tenha aumentado, as partes relacionadas e suas transações não são materialmente objeto dos padrões de relato internacional, motivo pelo qual, após a divulgação das conclusões gerais da análise empírica, o presente trabalho faz uma proposta de contribuição teórica para o tema.

Parte I

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

O presente trabalho busca aprimorar os estudos sobre TPRs, ressaltando a necessidade de estratégias preventivas, remediativas e corretivas dentro do ESG e da Governança Corporativa para lidar com as transações e partes relacionadas. Nesse contexto, persiste um debate sobre a melhor abordagem regulatória: confiar na autorregulação do mercado ou adotar normas jurídicas gerais e dotadas de coercitividade estatal. Por outro lado, há um certo consenso de que a melhor forma é o equilíbrio entre ambos, considerando a multiplicidade de regras de governança corporativa e as diferenças institucionais existentes no mundo (Camargo, 2019, p. 24).

O estudo do tema apresenta algumas dificuldades, tendo em vista que, por vezes, “estratégias regulatórias variam muito sobre o tema, mesclando-se regras regulatórias e autorregulatórias”¹⁶ (Camargo, 2019, p. 33) que, não raro se sobrepõem¹⁷.

Por isso, diante da complexidade e da descoordenação regulatória, a preocupação pela medida ideal de regulação do tema passa, necessariamente, por seu estudo multidisciplinar. Consequentemente, entende-se que contribuições provenientes da governança corporativa, com uma análise conjunta das contribuições trazidas pelas teorias adotadas, podem auxiliar na importante e difícil missão de regular o tema das TPRs a partir do ESG.

Os principais fatores incluem: (i) a incompletude dos contratos empresariais e os conflitos de interesses, que justificam a aplicação de mecanismos de governança corporativa, mas não explicam a diversidade de motivações humanas, já que decisões empresariais podem envolver situações intangíveis, como oportunidades de crescimento, realizações profissionais e autorrealização; (ii) necessidade de mecanismos baseados não só na confiança da gestão

¹⁶ Neste ponto, o tema por ser visto sob três óticas: 1) prática ilícita de favorecimento para determinados agentes (acionista/controladores e/ou administrador), verdadeira modalidade de abuso de poder de controle; 2) mera prática de governança corporativa não recomendável diante dos conflitos interesse subjacentes e; 3) ferramenta eficiente de organização interna em um grupo empresarial (Camargo, 2019, p. 32)

¹⁷ Como exemplo, o Informe Governança Corporativa (2024) reportou algumas redundâncias que indicam uma ineficiência normativa por constatar que há sobreposição de exigências em locais diferentes - todos de observância obrigatória para companhias abertas - incluindo disposições sobre TPRs dispostas no Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas e no FRE, documentos que serão melhor abordados em capítulo próprio. Na oportunidade, a pesquisa observou que “Com respeito a este tópico, a análise mostra que 77,7% das práticas do CBGC possuem atualmente algum nível de sobreposição normativa, em especial com o FRE exigido pela Resolução CVM 80. Ou seja, o potencial do CBGC para incentivar o aprimoramento das práticas de governança corporativa foi bastante reduzido, ao longo do tempo, devido a Leis Federais (9,3%) ou que já são estimuladas por meio de divulgações do FRE (57,4%) ou da adesão segmentos de listagem (11,1%).” Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_inf-gov-corporativa_20241213_vf.pdf>. Acesso em 18 jan. 2025

empresarial, como também em parâmetros objetivos e evidências, permitindo que investidores utilizem sua influência sobre atuais ou potenciais investidos/emissores, formuladores de políticas, prestadores de serviços e *stakeholders* - geralmente de forma colaborativa - para maximizar o valor geral de longo prazo (PRI, 2021, p. 3)¹⁸; e (iii) insuficiência de teorias isoladas para lidar com a complexidade do mercado de capitais global, exigindo-se uma abordagem multidisciplinar para compreender os impactos da atuação corporativa e, conseqüentemente, das TPRs.

Já existe evidências, no mercado brasileiro, acerca da correlação negativa entre a qualidade da governança corporativa e a utilização de grandes volumes de TPRs¹⁹, bem como entre a relevância das TPRs e o valor de mercado das companhias. Um desses estudos, que buscou estudar a relação entre as transações com partes relacionadas e o desempenho das companhias no mercado de capitais brasileiro, encontrou alguns problemas de pesquisa, sugerindo que fossem contornados em pesquisas futuras.

São eles: (i) explicitar melhor o conceito de transações com partes relacionadas, ressaltando o objetivo desse tópico no Formulário de Referência (FRE); (ii) criar mecanismos para avaliar a qualidade das informações prestadas pelas companhias, de modo a assegurar melhor a confiabilidade dessas informações; (iii) criar orientações explícitas sobre os conteúdos que deverão ser fornecidos em cada campo da seção destinada às TPRs no FRE, para evitar equívocos ou má fé no procedimento; e (iv) criar uma política de *disclosure* mais efetiva.

Por ocasião da conclusão daquela pesquisa, inclusive, houve a reflexão dos motivos pelos quais seus resultados foram inconclusivos, hipótese em que foi destacado que:

Acredita-se que a dificuldade em obter resultados mais conclusivos pode ser causada, pelo menos em parte, pela má qualidade das informações divulgadas. Além disso, o princípio da materialidade, muito utilizado na auditoria e demonstração das informações contábeis, pode dificultar a obtenção de dados mais completos sobre as transações com partes relacionadas, já que, sob argumentos fundamentados nesse princípio, muitas delas deixam de ser divulgadas (Oda, 2011, p. 76)²⁰.

¹⁸ Essa interpretação está conectada com a evolução da governança corporativa e com a adoção de instrumentos, como o ESG, para tratar de um assunto tradicionalmente financeiro, como as TPRs.

¹⁹ Para mais, ver: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil. Novembro, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307738>>. Acesso em 10 out. 2023. Todavia, essa pesquisa é limitada em termos de percepção dos investidores sobre o risco de expropriação pelas TPRs.

²⁰ O presente trabalho adota uma visão parcialmente diferente do trabalho acima, conforme se verá nos próximos capítulos que dizem respeito sobretudo, não à dificuldade da materialidade em si, mas a ausência de inclusão das partes relacionadas como tema material.

Isto posto, compreende-se que o estudo da governança corporativa precisa ser articulado com o tema das TPRS, porque essas transações representam tanto oportunidades estratégicas quanto riscos significativos para a integridade e transparência das companhias. A qualidade da governança já foi apontada como fator que impacta na realização de TPRS prejudiciais. Não suficiente, a demanda crescente por materialidade importa em melhor estudo e aprofundamento do tema, porque, conforme Capítulo 4, defende-se neste trabalho que a materialidade, se utilizada no tocante às TPRS, pode exigir que elas sejam divulgadas e aprimorar a qualidade dos reportes, principalmente porque a divulgação obrigatória de informações sobre esses relacionamentos ou essas transações é um controle intuitivamente eficaz contra a expropriação por administradores e controladores (Kraakman *et al.*, 2018, p. 283).

O FRE foi objeto de atualizações no período compreendido entre 2011 e 2025, que podem ter impactos positivos nas demonstrações de TPRS²¹. E, por último, com a evolução da governança e da interseção crescente com ESG, diversos mecanismos associados à governança têm sido criados para aumentar a qualidade das informações prestadas pela companhia, incluindo aspectos financeiros e de qualidade. Exemplo disso é a Resolução 193 da CVM, melhor abordada em tópico próprio, que torna obrigatória a utilização de padrões de relato internacionais para empresas de capital aberto no Brasil.

Por tudo isso, o presente capítulo busca demonstrar a importância de tratar a governança corporativa também no contexto de TPRS e que a ampliação do instituto impacta positivamente o tema das partes relacionadas. A expropriação desenfreada enfraquece severamente a capacidade do sistema financeiro, à medida que investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil - ou impossível - que empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que estes sejam altamente lucrativos.

A Governança, neste contexto, constitui um conjunto de mecanismos que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação. A sua qualidade, por sua vez, depende de três elementos: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (*enforcement*) (BOVESPA, 2000, p. 48)²².

²¹ Vide Capítulo 3.

²² O *enforcement* é elemento necessário “à proteção de investidores minoritários é o enforcement, i.e., os mecanismos aos quais investidores minoritários podem recorrer quando seus direitos são violados. Várias instituições podem estar envolvidas nesta atividade: conselho de administração, órgãos reguladores, sejam privados ou públicos (bolsas de valores, comissão de valores mobiliários, etc.), sistema judiciário, etc. Os valores de resgate de uma empresa muitas vezes baixam expressivamente com o tempo. Assim sendo, a boa qualidade

Para tanto, serão examinados o conceito e a origem da Governança Corporativa, perpassando por seu histórico e características, bem como sistematizando as principais teorias que lhe conferem lastro e que se correlacionam com TPRs. Verificar-se-á também marcos de Governança Corporativa no Brasil e problemáticas em termos de exigência de seu cumprimento, considerando os possíveis impactos sobre as TPRs.

Como existe uma pluralidade de conceitos encontrados na doutrina a respeito do que se entende por governança corporativa, cujas ideias, não raro, são complementares e igualmente relevantes ao propósito do instituto, o recorte do presente trabalho será feito de maneira a adotar as teorias que se encontram mais conectadas com o momento de evolução da discussão das Transações com Partes Relacionadas e Governança Corporativa no Brasil²³.

A abordagem de diferentes teorias para explicar as TPRs é essencial, pois cada uma oferece uma perspectiva distinta sobre riscos e mecanismos de mitigação associados a essas operações e isoladamente, nenhuma consegue abordar, com completude, o complexo fenômeno das TPRs.

Inicialmente, as teorias estruturantes versavam sobre o debate acerca do controle das organizações e conflitos de interesses. No entanto, o envolvimento de questões de interesse de *stakeholders*, investidores, meio ambiente, direitos humanos e outros - induzido também pelo contexto de emergências globais - propõe um conceito de governança amplo e em movimento (Portugal Gouvêa, 2022, p. 354).

A crescente visibilidade de companhias que adotam práticas ESG também reforça a ideia de que a governança corporativa é percebida de maneira diferente à luz de fenômenos não financeiramente relacionados (Franco, 2024, p. 15) e que o impacto de uma organização muda com o tempo e com o progresso da sociedade, não sendo a governança corporativa um sistema isolado, mas moldado historicamente pelo ambiente - sempre em movimento - que atua (Portugal Gouvêa, 2022, p. 17).

Sob a ótica da Teoria da Agência, administradores e controladores podem utilizar diferentes artifícios para expropriar riqueza das companhias, sendo a TPRS um dos principais instrumentos para esse fim (Oda, 2011, p. 35). Nesse sentido, maior transparência e harmonização das práticas contábeis tendem a aprimorar a divulgação de informações sobre

do *enforcement* depende não somente de que o julgamento de mérito seja justo, mas também da rapidez com a qual as causas são resolvidas. A necessidade de agilidade tem motivado grandemente o uso de tribunais arbitrais como alternativa à morosidade dos tribunais tradicionais (Bovespa, 2000, p. 49).

²³ Inicialmente, importa ressaltar que o presente trabalho não pretende esgotar o estudo a respeito das teorias abordadas nem discorrer sobre todas as teorias de governança corporativa existentes, mas tão somente abordar aquelas que possuem especial relevância ao objeto desta dissertação.

essas transações, fortalecendo o monitoramento por acionistas minoritários e reduzindo potencial intrínseco de expropriação dessas operações (Oda, 2011, pp. 35-36).

Já sob a perspectiva da Teoria dos Stakeholders, as TPRs devem ser analisadas considerando o impacto sobre todos os envolvidos na atividade empresarial, não apenas os acionistas. A adoção de boas práticas de governança e a prestação de contas mais abrangente favorecem uma relação equilibrada entre os interesses de investidores, credores, fornecedores, funcionários e demais partes interessadas. Dessa forma, a mitigação dos riscos associados a TPRs ineficientes não se limita à redução de conflitos de agência, mas também ao fortalecimento da confiança e legitimidade da empresa perante o mercado e a sociedade.

Assim, ressalta-se que as teorias descritas neste capítulo não devem ser interpretadas de maneira excludente, vez que (i) mercados não são espaços naturais ou espontâneos, mas verdadeiros espaços sociais e políticos, criados e conformados por instituições, regras e valores próprios de cunho social e cultural (Frazão; Carvalho, 2022, p. 13). Por isso, cada teoria situa-se em um espaço temporal específico e se justifica pelo contexto em que está inserida e (ii) “um bom sistema de governança depende mais da combinação de recomendações oriundas de diferentes teorias do que de uma única perspectiva” (Silveira, 2021, p. 182).

Além disso, em observância à conformação dessas teorias nas leis que regem o direito societário e ao momento de Governança Corporativa no Brasil, o presente trabalho considera algumas premissas. Entre elas (i) contratos plurilaterais contemplam cooperações entre partes, mas não afastam ou inibem disputas internas entre administradores e acionistas; e (ii) “diferentes estruturas de capital das companhias apresentam problemas específicos e demandas soluções circunstanciadas” (Oliveira, 2022, p. 233).

2.1. Conceitos e teorias aplicáveis ao presente trabalho

Com origem no nome grego *kuberman*, a governança - especialmente após a disseminação da revista semestral *Governance pela Jonh F. Kennedy School of Government* da Universidade de Harvard, na década de 80 -, é frequentemente acompanhada da expressão qualitativa “boa”, traduzindo uma gestão de negócios, de forma a viabilizar uma perspectiva de desenvolvimento social e econômico da sociedade (Pinheiro, 2017, p. 40).

Com isso, apesar de certas divergências na literatura, a governança corporativa tem sido vista, tradicionalmente, como o sistema pelo qual sociedades são geridas e controladas, visando compatibilizar e administrar conflitos de interesses entre todos os sujeitos da

sociedade: sócios controladores, sócios minoritários, investidores, administradores, credores e outros interessados ou *stakeholders* (Frazão, 2019, p. 1).

Sob o prisma da Teoria da Agência, portanto, o direito societário cumpre duas funções gerais: (1) estabelecer a estrutura da forma das sociedades anônimas (S.A.) e as normas auxiliares necessárias à sustentação dessa estrutura e (2) tentar controlar os conflitos de interesses entre as partes interessadas na companhia, incluindo as partes internas - como acionistas controladores e executivos - e as externas - como acionistas minoritários ou credores (Kraakman *et al*, 2018, p. 79).

Todos esses conflitos são denominados problemas de agência e surgiram a partir do aumento da complexidade da configuração das organizações, face ao volume de suas operações, e consequentemente, da necessidade de delegação do controle pelo proprietário aos administradores.

Nessa relação, o principal delega o direito de tomar decisão na organização ao agente, convencionando, via contrato, a forma de pagamento por serviços realizados e decisões tomadas. Esse agente, por sua vez, poderá escolher a decisão que tomará, mas o resultado dessa ação influencia a relação entre ambos, de forma a trazer a problemática a respeito da possibilidade de o agente, assumindo um comportamento oportunista, buscar maximizar seu bem-estar em detrimento do principal, que acaba assumindo custos maiores para monitorar as atividades e minimizar a ocorrência de informações ocultas²⁴.

A essência dessa configuração culminou na criação da Teoria da Agência ou Teoria do Agente-Principal, com estudos desenvolvidos por Adolph Berle e Gardiner Means, documentado em sua obra *The Modern Corporations and Private Property* (1932) e aperfeiçoados por Jensen e Meckling, na obra “*Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure*” (1976)²⁵.

Coase abordou em sua obra *The Nature of the Firm* (1937) aspectos internos à companhia, enfatizando o empreendedor como figura-chave para alocação de recursos na

²⁴ Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência representam a soma de: custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; gastos com monitoramento das atividades do agente pelo principal e aqueles promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; e, perdas residuais, decorrentes da diminuição de riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

²⁵ Quanto ao ponto “[e]specificamente, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou três contribuições principais: i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesses individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, apresentando-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (nexo) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos” (Silveira, 2010, p. 50).

tomada de decisões. Além disso, tratou a respeito das questões contratuais envolvendo as firmas, essas vistas como consequências de contratos implícitos - parcerias informais - e explícitos - contratos formais de trabalho - que são estabelecidos entre agentes - trabalhadores, clientes e executivos.

Esse raciocínio, seguido por Alchian e Demsetz (1972) passou a abarcar a noção de que as atividades internas da companhia deveriam estar fundamentadas em um conjunto de relações contratuais entre os indivíduos da organização. Por fim, com Jensen e Meckling (1976), houve um aprofundamento do estudo sobre as implicações provenientes dos direitos especificados nos contratos agente-principal, apresentando a teoria da agência de forma mais abrangente e com foco maior na separação entre propriedade e controle de uma firma.

Conceitualmente, é a teoria mais aceita para discutir a temática da governança corporativa (Silveira, 2021, p. 183), tem raiz no utilitarismo econômico²⁶ e perpassa pela premissa de que a existência de um mercado é regida por uma série de contratos bilaterais firmados entre agentes econômicos - empresas, governos ou pessoas. Não bastante, é ela que explica como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas e quais mecanismos podem ser empregados para mitigar seus custos, uma vez que sua base está na compreensão e separação de papéis entre agente - tomadores de decisão - e principal - pessoa que confia as decisões a terceiros.

Isso, começando pelo fato de que com a pulverização do capital, o controle da organização passa a ser exercido por executivos não proprietários ou detentores de pequena parcela da propriedade, dando início à problemática de como garantir que o comportamento de gestores esteja alinhado à maximização do valor para o conjunto de proprietários - ou acionistas. Ou seja, refere-se à problemática envolvendo controle e propriedade.

Neste contexto, os problemas de agência são oriundos dos conflitos de interesses existentes nas atividades de cooperação entre indivíduos e dos custos resultantes dessa separação entre propriedade e controle de capital (Jensen; Meckling, 1976).

A teoria da agência objetiva analisar esses conflitos e custos, com base na assimetria informacional pré e pós contratual²⁷, seleção adversa, risco moral, entre outros. Em relação às TPRs, observa-se, neste ponto, o desafio da comutatividade. É preciso assegurar que as negociações ocorram com independência e em um ambiente transparente, tendo em vista o

²⁶ Para mais, ver: Ross, Stephen A. *The economic theory of agency: the principal's problem. American Economic Review*, 20: 22-32, 1973.

²⁷ “Os primeiros são compostos pelos gastos voltados a preparar, negociar e salvaguardar um acordo, estando atrelados ao custo de informação para acessar tais dados. Os segundos, por sua vez, referem-se a ajustamentos, adaptações e monitoramentos resultantes da execução de um contrato, quando afetado por falhas, erros, omissões e alterações inesperadas” (Pinheiro, 2017, p. 27).

potencial de conflito de interesses. A governança, por esta teoria, tem o impacto de auxiliar na manutenção da comutatividade.

Os custos de agência estão, portanto, associados à ineficiência na relação entre agente e principal (Bianchi, 2005) e decorrem do fato de o principal esperar um comportamento do agente que esteja de acordo com os seus objetivos (Jensen; Meckling, 1976) e, em seu núcleo essencial, do fato de que o agente costuma ter mais informações do que o principal sobre fatos relevantes e o principal, por esse motivo, não consegue garantir facilmente que o desempenho do agente foi comprometido ou não (Kraakman *et al*, 2018, p. 79).²⁸ E o que essa teoria faz é, além de diagnosticar a natureza dos problemas existentes, sugerir a construção de mecanismos de monitoramento que assegurem a construção de um contrato o mais eficiente possível.

O objetivo passa a ser, por isso, a busca por um contrato ideal entre principal e agente. Neste caso, o agente cumprirá com o objetivo do principal de maximizar os lucros, cumprir o contrato, mostrar qualidade na prestação de serviços, preservar os interesses sociais, cumprir normas, entre outros (Jensen; Meckling, 1976).

Para tanto, como no mundo mercadológico não existe um contrato ideal, as questões de governança corporativa, alinhadas a essa teoria, surgem quando duas condições estão presentes: (i) problemas de agência - ou conflitos de interesses - e (ii) custos de transação²⁹. Isso ocorre, mormente porque na ausência de problemas de agência todos os indivíduos podem ser instruídos à maximização de lucros ou minimização de custos e não são necessários incentivos para a motivação de pessoas, nem estruturas de governança, justamente por inexistir divergências a serem resolvidas (Hart, 1995, pp. 678-679)^{30,31}.

Ainda, sozinhos os problemas de agência também não são capazes de justificar a necessidade de uma estrutura de governança, porque é complexo encontrar uma função para esta em contratos ideais entre agente e principal, vez que nestes todos as divergências e decisões foram especificadas anteriormente no contrato³², não havendo decisões “residuais”.

²⁸ Os problemas em si consistem em motivar o agente a agir no interesse do representado e ocorrem em um rol enorme de contextos que vão além daqueles que seriam classificados formalmente como contratos de mandato ou de agência (Kraakman *et al*, 2018, p. 79).

²⁹ A noção do que configura custos de transação nasceu do artigo de Coase, “The Nature of the Firm”, em que o autor explica a razão pela qual algumas empresas optam por verticalizar os serviços em sua cadeia produtiva ao invés de negociar esses serviços diretamente com o mercado. In: Coase, Ronald Harry. *The nature of the firm: origins, evolution, and development*. USA: Oxford University Press, 1937.

³⁰ Nesse caso, inexistente a preocupação de que o agente tomará decisões visando maximizar seus interesses em detrimento dos interesses do principal.

³¹ Mais uma vez, portanto, o desafio da comutatividade nas operações com partes relacionadas se alinha ao esforço de governança para diminuir potenciais conflitos.

³² A título elucidativo, é como se nesses contratos ideais, em que não há problemas de agência, o contrato entre as partes especificas, as obrigações e papéis de todas as partes “*Principal-agent theory is useful for proving insight into what managers (or workers) might be given some performance-related pay in the form of shares or stock option, say. However, the theory does not by itself provide a role for governance structure. The reason is*

Como a importância de utilizar a estrutura de governança corporativa reside no fato de que algumas ações precisam ser decididas no futuro, sem que tenham sido especificadas no contrato, em um mundo em que todas as obrigações e papéis foram decididos, não há espaço para outra maneira de decidir.

Considerando esses custos de transação³³, entende-se que as partes não redigirão um contrato abrangente. Em vez disso, redigirão um contrato incompleto. Ou seja, haverá um contrato lacunoso, em que ações futuras estarão ausentes ou serão especificadas parcialmente. Ademais, uma outra implicação adicional é que esses mesmos contratos muito provavelmente serão renegociados à medida que surgirem novas informações, e poderá haver disputas legais em virtude de ambiguidades contidas no contrato inicial (Hart, 1995, p. 680).

Em um mundo de contratos incompletos, portanto (onde os problemas de agência também estão presentes), a estrutura de governança tem uma função e pode ser vista como um mecanismo para tomar decisões que não foram especificadas anteriormente^{34,35}.

Observa-se, portanto, que a teoria da agência busca compreender os conflitos possíveis decorrentes da relação entre principal e agente, baseando-se na incompletude contratual, nos pressupostos de uma organização empresarial a partir da concepção individualista e maximizadora utilidade do ser humano³⁶ (Campos; Costa, 2018, p. 78) e em um modelo econômico para descrever o homem. A segunda abordagem o entende como coletivo, voltado

that optimal principal-agent contracts, although second-best, in the sense that I depends on II rather than directly on e, are “comprehensive” in the sense that a contract specifies all parties obligations in all future states of the world, to the fullest extent possible (i.e. to the extent that these obligations are observable and verifiable). For example, in a multi-period version of the principal-agent model the initial contract would specify scheme as a function of what happens in the first period; the second period; the third-period incentive scheme as a function of what happens in the first and second period, and so on. In more general versions of the principal-agent model, the contract would specify conditions under which the manager should be replaced, conditions under which assets should be bought and sold, conditions under which new workers should be taken on or old workers should be fired, and so on.”

³³ Em relação aos custos de transação, por sua vez, a literatura identificou três custos particularmente importantes: (1) custo de pensar em todas as diferentes eventualidades que podem ocorrer durante a relação contratual e planejar como lidar com elas; (2) custo de negociar com outras pessoas sobre essas maneiras de lidar com as eventualidades - planos; e (3) custo de escrever os planos de forma que possam ser aplicados por um terceiro em caso de litígio (Hart, 1995, p. 680).

³⁴ “*In a world of incomplete contracts (where agency problems are also present), governance structure does have a role. Governance structure can be seen as a mechanism for making decisions that have not been specified in the initial contract. More precisely, governance structure allocates residual right of control over the firm’s nonhuman assets; that is, the right to decide how these assets should be used, given that a usage has not been specified in an initial contract*” (Hart, 1995, p. 680).

³⁵ Atualmente no Brasil, em matéria de governança corporativa, pode-se dizer que os problemas de agência preponderantes são identificados entre acionistas controladores e não controladores. In: ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. *Governança nos grupos societários: inovações*. 1. ed. Indaiatuba: Foco, 2023. E-book. Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em 30 out. 2023.

³⁶ As críticas que giram em torno da teoria da agência contestam a simplificação da natureza humana a um comportamento egoísta, individualista e puramente racional, deixando de abordar a complexidade de ações e pensamentos humanos. Para mais informações: DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L. *Toward a stewardship theory of management*. *Academy of Management review*, v. 22, n. 1, p. 20-47, 1997.

à organização e como uma pessoa confiável. Há, portanto, o exame da relação conflitante dos anseios entre principal-agente (Jensen; Meckling, 1976).

Conforme se verificará melhor no Capítulo 3, as TPRS constituem negócios jurídicos, que envolvem contratos ou acordos, com a particularidade de envolver organizações e pessoas vinculadas entre si por relações societárias preexistentes. Consequentemente, por sua natureza, são incompletos e apresentam desafios quanto à superação de *trade-offs*, possibilidade de expropriação e, de uma forma geral, risco de que ocorram em condições e termos prejudiciais aos interesses da companhia como um todo, abarcando as relações entre agente e principal.

Como solução para os problemas de agência, de acordo com essa teoria, Jensen e Meckling propõem a adoção de alguns mecanismos, dentre os quais, se destaca: utilização de restrições contratuais, elaboração de relatórios periódicos, realização de auditorias, e a criação de um sistema de incentivo para alinhar os interesses de acionistas, administradores e credores. Todavia, em termos de governança corporativa, propõem uma solução baseada exclusivamente em recompensas e punições, simplificando a atuação humana no sentido de descrever que as pessoas sempre agirão de forma racional, egoísta e amoral (Silveira, 2021, p. 196).

Não bastante, a compreensão de que o interesse social das companhias está alicerçado nos interesses dos acionistas (*shareholders*) e não dos demais interessados (*stakeholders*), oferece uma visão limitada do que deve ser a gestão empresarial; facilita a vida dos gestores, sujeita-os à maior *accountability* e transparência, na medida em que é fácil metrificar os resultados da gestão com base no valor de ações, todavia, é normalmente acompanhada de altos custos social e externalidades negativas (Frazão, 2021, p. 83). Isto é, a “a busca do lucro tem sido alcançada às custas da inovação, da força de trabalho qualificada ou dos gastos essenciais do capital para sustentar o crescimento de longo prazo” (Frazão, 2021, p. 84)³⁷.

Por isso, para fins do presente trabalho, alinha-se a leitura da Teoria da Agência sobretudo no tocante aos conflitos de interesse inerentes à TPRs, à Teoria do Stakeholders, porque, embora inicialmente tenha tido um foco maior na administração de conflitos internos à sociedade³⁸ - conforme entendimento da governança à luz da Teoria da Agência - tais como os relacionados a sócios e administradores, essa preocupação se expandiu para incluir conflitos internos e externos: conflitos relacionados aos trabalhos, consumidores, credores,

³⁷ Neste sentido, mecanismos de governança corporativa e *compliance*, especificamente o ESG, neste sentido, projetam uma mudança de mentalidade na companhia, quebrando o modelo tradicional dos mercados em que o foco exclusivo era a satisfação dos acionistas ao projetar outros valores - não financeiros, normativos ou sociais - (Pinheiro; Da Costa, 2022, p. 91) e trazendo uma perspectiva de interesses existentes em relação a funcionários, clientes, sociedades e administradores, por exemplo.

³⁸ Visão clássica obtida através da Teoria da Agência.

Estado (Frazão, 2019, p. 1) e até preocupações relacionadas às pressões de curto prazo do mercado financeiro (Frazão, 2021, p. 80), estas hoje encaradas como obstáculo à gestão sustentável das empresas, em virtude da priorização excessiva da maximização do valor de ações.

Entende-se que analisada sob o ponto de vista corporativo, a governança almeja à preservação a longo prazo de ativos e ações de sociedades empresárias e à proteção dos interesses de *stakeholders*, bem como à proteção de interesses e outros indivíduos envolvidos na atividade - empregados e consumidores -, atuando “como uma espécie de sistema de relações entre acionistas, diretores e administradores, gerido e definido por atos constitutivos, procurações e políticas empresariais” (Pinheiro, 2017, p.41). Nesse sentido, tem o fim de atrair maiores investimentos e aumentar seus lucros, ao objetivar centralmente majorar a credibilidade das sociedades empresárias³⁹.

Sob o ponto de vista interno, a chamada “boa” governança visa criar um ambiente que induza executivos e colaboradores a estimular um ambiente ético e de cumprimento voluntário de regras a serem seguidas no melhor interesse de longo prazo da companhia. Já sob o ponto de vista externo - englobando sócios não envolvidos com a gestão, público em geral, credores e investidores -, visa tornar as empresas transparentes, justas, responsáveis e sustentáveis, com contribuição significativa para a sociedade (Silveira, 2021, p. 30).

A Teoria dos Stakeholders, formulada por Edward Freeman (1980), neste sentido, considera que todos os grupos que possuem qualquer interesse legítimo e que participem das operações da companhia o fazem para obter benefícios e, por essa razão, não cabe a priorização dos interesses de um grupo em detrimento de outros. Nesse sentido, são considerados *stakeholders* os grupos ou indivíduos que afetam ou são afetados pelo alcance dos objetivos da empresa. Ou seja, todas as pessoas, os grupos ou as organizações que têm impacto ou são influenciados pela sociedade empresária.

Isso inclui acionistas, clientes, fornecedores, credores, parceiros, governo, concorrentes, meios de comunicação, sociedade em geral e funcionários⁴⁰. O objetivo é o

³⁹ E isso inclui propósito, valor, cultura, regras explícitas e normas tácitas, relacionamento entre lideranças - com especial destaque para diretores, acionistas e conselheiros da empresa (Silveira, 2021, p. 29), entre outros.

⁴⁰ Estes últimos, em especial, realizam investimentos específicos não monetários e de difícil recuperação. Por exemplo, “um funcionário pode desenvolver um capital humano específico para sua organização ao longo de vários anos. Neste caso, sua remuneração não capturará plenamente o risco de perda de seu *status* profissional em caso de demissão”. Assim, de acordo com essa teoria, “tendo em vista que os empregados realizam investimentos específicos e irrecuperáveis na firma, seus interesses também deveriam ser considerados nas decisões-chave da organização” (Silveira, 2021, p. 199).

alinhamento de todos os interessados da organização, partindo-se de três dimensões: descritiva, instrumental e normativa⁴¹.

Nesse sentido, a teoria se baseia na responsabilidade moral da organização perante seu público de interesses, rejeitando a ideia de que a companhia deve ser dirigida no interesse exclusivo de seus acionistas (Silveira, 2021, p. 199). Quanto ao ponto, a CVM já destacou que “administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas” em operações de fusão, incorporação envolvendo sociedade controladora e suas controladas sob controle comum - TPRS -, inclusive determinando a criação de um comitê especial independente para negociar a operação e garantir a independência da negociação (CVM, 2008, p. 1) .

Assim, a gestão desses *stakeholders* baseia-se na habilidade da organização em identificar quem são seus *stakeholders* e respectivos interesses, objetivos e capacidade de influenciar a organização, entender os processos que podem ser usados para a organização se relacionar com estes *stakeholders* e deduzir quais as decisões que melhor permitam alinhar os interesses dos *stakeholders* com os processos da organização (Freeman, 1984, p.53).

Nesta toada, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) vem atualizado seu conceito e atualmente, a governança é tida como 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” (IBGC, 2023, p. 17)⁴².

⁴¹ Na dimensão descritiva, as organizações são vistas como constelações de interesses cooperativos e competitivos detectores de valor intrínseco, e neste caso a teoria é utilizada para descrever tanto as características específicas de uma corporação como a sua natureza. Por sua vez, a dimensão instrumental estabelece uma estrutura para o exame de conexões em condições *ceteris paribus* (demais condições constantes), ou seja, tem uma ênfase essencialmente hipotética, de causa e efeito. Por fim, a dimensão normativa, que em sua órbita, parte da identificação de guias de conduta de cunho moral e filosófico para a gestão das corporações e podem assumir dois encaminhamentos. No primeiro, os *stakeholders* são pessoas ou grupos com interesses legítimos nos aspectos processuais e/ou substantivos intrínsecos nas atividades organizacionais, ou seja, os *stakeholders* são identificados pelos seus interesses na corporação, independente se esta organização tem um correspondente interesse funcional neles. No segundo, os interesses de todos os *stakeholders* são de valor intrínseco e a consideração dos méritos de cada grupo é considerada pelo que eles possuem e não meramente em função de suas capacidades de avançar sobre os interesses de outros grupos (Vilela, 2012, p. 23).

⁴² E esse conceito é resultado de uma evolução significativa do instituto nos últimos anos, adaptando-o para contemplar interesses de *stakeholders* e não apenas dos acionistas. Dessa forma, a Governança Corporativa vem “expandindo seu foco da otimização de valor econômico exclusivamente aos sócios para o objetivo de geração de valor compartilhado entre os sócios e as demais partes interessadas” (IBGC, 2023, p. 17). Dessa forma, constitui uma baliza para 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” (IBGC, 2023, p. 17), o que envolve, atualmente, sociedade, fornecedores, demais interessados, governo, clientes e setores.

Ao lado de sua tese defensiva, que é a de criação de uma abordagem mais equitativa e eficiente socialmente, uma vez que há o benefício para a companhia, a longo prazo, na criação de relacionamentos de confiança baseados no “ganha-ganha” com todos os públicos, há a sua crítica. Ao exigir a definição de *stakeholders* - os quais têm seus interesses considerados - e conferir pesos a serem atribuídos a cada um deles nas decisões corporativas, tem-se que os interesses desses mesmos *stakeholders* podem ser, por vezes, conflitantes. Isso gera a necessidade de definição de *trade offs* (Silveira, 2021, p. 201)⁴³, sem que, para tanto, a teoria especifique “como os administradores devem efetuar os *trade offs* entre os diversos interesses conflitantes na organização, o que dificultaria a responsabilização por seus atos” (Silveira, 2021, p. 203).

Assim, a visão mais abrangente de interesse social e propósito das companhias é acompanhada por críticas de diversas esferas, as quais vão desde a suposta impossibilidade de conciliar o propósito lucrativo das empresas com a persecução dos interesses dos *stakeholders* até os riscos de se tratar de marketing, fraude ou manipulação (Frazão, 2021, p. 80), o que pode ser endereçado, nas TPRs, pela Teoria da Agência, que sugere a existência de mecanismos para lidar com os conflitos.

Por isso, especialmente no contexto das TPRs, considera-se que uma visão combinada entre as duas teorias é interessante, porque permite um entendimento mais completo dos conflitos e incentivos envolvidos. A Teoria da Agência foca nos conflitos entre principais e agentes, especialmente no risco de que estes tomem decisões que beneficiem a si mesmos às custas dos acionistas. No contexto das TPRs, isso é crucial, posto que tais transações podem ser usadas para desviar recursos ou favorecer determinadas partes dentro da empresa, aumentando o risco de abusos.

Já a Teoria dos Stakeholders amplia essa visão ao considerar não apenas acionistas, como todos os grupos afetados pela governança da empresa, como credores, funcionários, clientes e a sociedade em geral. No caso das TPRs, isso é relevante porque transações potencialmente prejudiciais podem impactar não somente acionistas, mas também fornecedores, reguladores e o mercado como um todo. Ao combinar ambas as abordagens, um estudo que foque em TPRS e Governança deve equilibrar interesses internos e externos, garantindo transparência e equidade nas TPRS. Isso permite avaliar não apenas os riscos de

⁴³ Dentre eles, Silveira (2021, p. 201) cita: “Até quando (ou quanto) vale a pena sacrificar a rentabilidade para evitar demissões? Até que ponto vale a pena manter um relacionamento de longo prazo com um fornecedor que se tornou ineficiente? Vale a pena subsidiar clientes para mantê-los fiéis à empresa?”

oportunismo gerencial (Teoria da Agência), mas também as implicações para a reputação e a sustentabilidade da empresa no longo prazo (Teoria dos Stakeholders).

2.1.1. Conceito de Governança Corporativa adotado

Por todo o exposto, o presente trabalho adota como definição de Governança Corporativa, o entendimento a partir do qual esta é um conjunto de mecanismos⁴⁴ (internos ou externos, de incentivo ou controle), princípios e regras que regem o relacionamento entre acionistas, conselheiros, executivos, colaboradores e determinam o propósito, valores, cultura e estratégia na organização (Silveira, 2021, p. 40).

Dessa forma, a Governança Corporativa não se limita a estabelecer uma estrutura organizacional, mas também impõe padrões de conduta que orientam a atuação dos administradores. Especialmente ao se depararem com TPRs, os administradores devem agir: (i) em conformidade com o interesse da companhia; (ii) de modo independente à parte relacionada; (iii) de forma refletida e fundamentada, e (iv) com transparência.

Assim, sob o “ponto de vista interno, a boa governança visa criar um ambiente no qual executivos e colaboradores desejem, voluntariamente, cumprir as regras, agir eticamente e tomar decisões alinhadas ao propósito da organização”. Sob o ponto de vista externo, por sua vez, visa “assegurar aos acionistas o exercício pleno de seus direitos de modo equitativo e a fazer com que as organizações sejam transparentes, justas, sustentáveis e responsáveis para com seus *stakeholders*” (Silveira, 2021, p. 41).

Assim, a governança corporativa, ao lado da regulatória, é uma das estratégias jurídicas para controlar os custos de agência e, em suma, facilita o controle dos principais sobre o comportamento dos agentes (Kraakman *et al*, 2018, p. 83). Não bastando, soma-se ao objetivo societário que, além da função imediata de definir a forma de organização da empresa e contenção dos conflitos entre os seus participantes, tem como objetivo promover o bem-estar agregado de todos que são afetados pela atividade, o que inclui seus acionistas, empregados, fornecedores, consumidores e terceiros (comunidades e beneficiários do meio ambiente) (Kraakman, *et al* 2018, p. 69).

Nesta toada, atua de forma complementar às características específicas do direito societário, trazendo contornos específicos para os problemas por ele abordados, indicando

⁴⁴ E, dentre esses mecanismos estão, em rol exemplificativo: conselho de administração, disponibilização periódica de informações para investidores, nível de competição do mercado em que a companhia atua, entre outros (Silveira, 2021, p. 48).

formas peculiares de como esse ramo do direito pode incrementar o bem-estar social, conduzindo à eficiência (Kraakman, *et al* 2018, p. 72). No cenário de TPRs, a governança é essencial para garantir que haja formas jurídicas aptas a captar o anseio dos agentes, permitindo transações eficientes e barrando as sob hipótese de conflito de interesses.

Nenhum dos mecanismos de governança são perfeitos, por esse motivo, a qualidade da governança depende de como eles são desenhados e divulgados. “A qualidade do *disclosure* está em grande parte associada aos padrões contábeis utilizados” (Bovespa, 2000, p. 48). Disto provém a importância atribuída a auditores independentes, padrões de relato e o *enforcement* e de relacionar mecanismos de governança e TPRs.

Nesse cenário, tornou-se oportuno o estudo das teorias que embasam as relações contratuais existentes no âmbito empresarial, principalmente diante da crescente convergência entre função social e governança corporativa, a qual tem feito com que esta última venha sendo encarada como importante mecanismo para a superação da *shareholder theory*⁴⁵ (Frazão, 2019, p. 1)⁴⁶.

Essa superação impacta diretamente as TPRs porque altera a forma como essas transações são avaliadas e justificadas dentro da governança corporativa. A *shareholder theory*, tradicionalmente defendida por Milton Friedman, sustenta que a principal responsabilidade da empresa é maximizar o valor para os acionistas. Sob essa perspectiva, as TPRs poderiam ser vistas como legítimas desde que contribuíssem para essa maximização, mesmo que potencialmente favorecessem determinados grupos internos ou para que gestores e controladores a utilizassem para obter benefícios privados em detrimento de acionistas minoritários.

Com a ascensão de abordagens mais amplas, como o *stakeholder theory*, há um deslocamento da prioridade exclusiva dos acionistas para um modelo de governança que se preocupa com a gestão de riscos, a supervisão e o controle, a ser endereçada prioritariamente por meio de soluções estruturais; e a discussão sobre em que medida (i.i.) interesses externos à sociedade podem ser endereçados por meio da gestão empresarial e (i.ii) a discussão sobre em que medida as soluções respectivas são viáveis e se interpenetram com as pautas da responsabilidade social das empresas (Frazão, 2019, p. 2).

⁴⁵ Baseada prioritariamente na ideia de que as empresas têm a obrigação legal e econômica de maximizar os lucros e retornos para seus acionistas, que são os proprietários da empresa.

⁴⁶ A partir da leitura da teoria de agência, as TPRs e a divergência entre controle e propriedade pode implicar a expropriação dos acionistas minoritários, tornando essas transações em mecanismos para transferência ou canalização de recursos entre empresas, gerando o debate entre as duas perspectivas alternativas de TPRs que serão melhor exploradas no próximo capítulo: hipótese das TPRs como eficientes ou conflitos de interesse (Flores; Sonza, 2023, p. 470).

Isso impacta as TPRs na prática, fortalecendo controles internos e externos sobre elas, exigindo maior independência na aprovação dessas operações, maior *disclosure* e avaliações mais rigorosas sobre sua necessidade e impacto. Além disso, reguladores e investidores passaram a exercer pressão para que tais transações sejam justificadas não apenas com base na maximização do retorno financeiro imediato, mas também em sua contribuição para a sustentabilidade da empresa no longo prazo⁴⁷. Isso contribui para o fortalecimento da governança e diminuição de TPRs ineficientes, na medida em que as TPRs sob conflito de interesses são predominantes em economias em que há falhas de governança corporativa e presença predominante de empresas com estrutura familiar⁴⁸.

Não suficiente, as duas visões alternativas de TPRS - conflitos de interesses ou transações eficientes - têm implicações significativamente diferentes para a Governança Corporativa. De acordo com a primeira visão, os mecanismos de governança, como os explorados pela literatura de agência, serão menos eficazes para reduzir a extensão das transações com partes relacionadas (Gordon; Henry e Palia, 2004. pp. 5-8). Sob a visão de transações eficientes, por outro lado, os mecanismos de governança estão positivamente associados a essas transações, se capazes de contribuir para eficiência⁴⁹.

2.2.Objeto e objetivo de Governança Corporativa

Por todo o exposto, observa-se que a Governança Corporativa, a partir do conceito e das teorias abordadas, importa no estudo dos mecanismos de relacionamento e controle (IBGC, 2023, p. 15) da atividade empresarial, a fim de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos, minimizar os problemas de agência - assimetria informacional entre proprietários e administrador - e preservar, a longo prazo, ativos e ações da sociedades empresárias, protegendo, também, os interesses dos *stakeholders*.

⁴⁷ Nesse sentido, a governança passa a ter uma ampliação de escopo, abarcando não apenas as tradicionais questões de conflito entre acionistas e gestores, mas também preocupações mais amplas, como a predominância de uma visão de curto prazo nos mercados financeiros, o papel crescente de investidores institucionais e gestores de ativos, além da atuação de agentes externos influentes, como *proxy advisors*, entre outros (Frazão, 2019, p. 2).

⁴⁸ Para mais, ver: Wang, Hong Da, Chia Ching Cho, and Chan Jane Lin. 2019. "Related Party Transactions, Business Related-ness, and Firm Performance." *Journal of Business Research* 101 (January): 411–25. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.066>>. Acesso em 15 fev. 2025.

⁴⁹ Também existe a visão de eles serem desnecessários, na visão de transações eficientes, e não estarem associados a transações com partes relacionadas. Todavia, apesar das variações mencionadas no impacto da governança corporativa sobre TPRs, a literatura geralmente associa melhores níveis de governança corporativa a menores usos de TPRs (Flores; Sonza, 2023, p. 471). Por esse motivo, não considerou-se a perspectiva de esses mecanismos serem desnecessários.

Assim, os mecanismos de governança corporativa devem existir na sociedade em função de três potenciais problemas: (i) conflito de interesses⁵⁰, (ii) limitações técnicas individuais e (iii) vieses cognitivos (Silveira, 2021, p. 30)⁵¹.

O conflito de interesses ocorre sempre que uma determinada pessoa com poder decisório - acionista, administrador, empregado e colaborador - encontra-se em posição dupla frente à sociedade e opta “por cursos de ação que maximizam seu bem-estar pessoal ou o bem-estar do acionista que o elegeu, em detrimento do melhor resultado para a companhia”, podendo ocorrer desde empresas pequenas até empresas com alta dispersão acionária - quando os executivos tomam decisões com o objetivo de maximizar os resultados de suas carreiras em detrimento do valor da companhia - ou alta concentração acionária -, quando um acionista ou grupo de controle toma decisões com a finalidade de maximizar seu resultado individual, em detrimento dos demais acionistas (Silveira, 2010, p. 2).

Ademais, em relação ao ponto (ii), quando as decisões são concentradas em uma única pessoa, a probabilidade de que esta não possua todos os conhecimentos técnicos necessários para tomar as decisões-chaves de uma companhia aumentam exponencialmente. É nesse ponto que, com mecanismos que geram, dentre outros, conselho de administração qualificado, com profissionais com diferentes formações e experiências, é que a governança pode levar empreendedores e executivos a tomarem melhores decisões. Por último, por instituir sistemas decisórios de “pesos e contrapesos” a governança minimiza as chances de decisões em virtude de vieses cognitivos de grupos específicos (Silveira, 2010, p. 2).

As TPRs estão diretamente conectadas com os três problemas potenciais, porque: (i) conflito de interesses é uma preocupação central nas TPRs, pela ausência de negociação por partes independentes⁵²; (ii) limitações técnicas individuais podem afetar a adequação, avaliação e precificação dessas transações, sobretudo se e quando a governança não dispõe de estruturas qualificadas para análise e controle; e (iii) vieses cognitivos podem comprometer a imparcialidade e objetividade na condução de TPRs, levando a decisões baseadas em padrões recorrentes que nem sempre podem ser benéficas para a companhia.

⁵⁰ Para mais, ver: NARCISO, Bárbara Simões. *Conflito de interesses, novo mercado e eficiência autorregulatória: o compromisso firmado pelas companhias listadas na B3. Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado*. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

⁵¹ Para tanto: “[v]ies cognitivo é a tendência de uma pessoa tomar decisões sistematicamente erradas em função de suas características cognitivas. O fenômeno é amplamente estudado na Psicologia, que analisa como nossas “regras de bolso” ou heurísticas pessoais podem nos levar a fazer julgamentos errados.” (Silveira, 2010, p. 217). Nesse sentido, os vieses cognitivos individuais compreendem memória, estatísticas, confiança, adequação, apresentação e situação e os coletivos podem ser “efeito manada, pensamento de grupo (consenso a qualquer custo), falso consenso, favoritismo, causa própria” (Frazão, 2021, p. 85).

⁵² Vide item 3.5.1 do Capítulo 3.

Nesse contexto, os quatro princípios centrais da governança corporativa - transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa - tornam-se fundamentais para estruturas mecanismos que garantam a legitimidade das TPRS, prevenindo abusos e fortalecendo a confiança no ambiente empresarial.

Por todo o exposto, os princípios de governança corporativa, expostos no próximo tópico, para fins didáticos, visam alcançar quatro objetivos centrais. São eles: aprimoramento contínuo do processo decisório para que decisões sejam tomadas no melhor interesse de longo prazo das organizações; redução da probabilidade de surpresas negativas decorrentes de ações intencionais ou involuntárias; elevada transparência ao público interno e externo; garantia de equidade nos tratamento e exercício dos direitos de todos os sócios (Silveira, 2021, p. 36), sempre pensando no contexto de aplicabilidade às TPRS.

2.3. Princípios da Governança Corporativa

O movimento de governança corporativa tem como base um conjunto de princípios desenvolvidos em todo o mundo. São eles: integridade, transparência, equidade, responsabilização (*Accountability*) e sustentabilidade (IBGC, 2023, p. 18)⁵³.

Além disso, documentos internacionais discorrem sobre outros fundamentos, quais sejam: princípio da boa governança; atitude e comportamento éticos da liderança; avaliação de desempenho, remuneração justa e meritocracia; contrapesos independentes no processo

⁵³ Integridade: Praticar e promover o contínuo aprimoramento da cultura ética na organização, evitando decisões sob a influência de conflitos de interesses, mantendo a coerência entre discurso e ação e preservando a lealdade à organização e o cuidado com suas partes interessadas, com a sociedade em geral e com o meio ambiente. Transparência: Disponibilizar, para as partes interessadas, informações verdadeiras, tempestivas, coerentes, claras e relevantes, sejam elas positivas ou negativas, e não apenas aquelas exigidas por leis ou regulamentos. Essas informações não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os fatores ambiental, social e de governança. A promoção da transparência favorece o desenvolvimento dos negócios e estimula um ambiente de confiança para o relacionamento de todas as partes interessadas. Equidade: Tratar todos os sócios e demais partes interessadas de maneira justa, levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas, como indivíduos ou coletivamente. A equidade pressupõe uma abordagem diferenciada conforme as relações e demandas de cada parte interessada com a organização, motivada pelo senso de justiça, respeito, diversidade, inclusão, pluralismo e igualdade de direitos e oportunidades. Responsabilização (*Accountability*): Desempenhar suas funções com diligência, independência e com vistas à geração de valor sustentável no longo prazo, assumindo a responsabilidade pelas consequências de seus atos e omissões. Além disso, prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, cientes de que suas decisões podem não apenas responsabilizá-los individualmente, como impactar a organização, suas partes interessadas e o meio ambiente. Sustentabilidade: Zelar pela viabilidade econômico-financeira da organização, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações, e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, natural, reputacional) no curto, médio e longo prazos. Nessa perspectiva, compreender que as organizações atuam em uma relação de interdependência com os ecossistemas social, econômico e ambiental, fortalecendo seu protagonismo e suas responsabilidades perante a sociedade (IBGC, 2023, p. 18-19). Disponível em <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>>. Acesso em 21 set. 2023.

decisório; respeito às regras, controle e supervisão independentes; cooperação entre os trabalhadores e promoção do interesse coletivo da organização; diversidade, inclusão e direitos humanos (Silveira, 2021, pp. 30-34).

Todavia, embora fundamentais para a evolução da Governança Corporativa, por si só, os princípios podem ser insuficientes para mitigar conflitos de agência e lidar com os riscos de TPRs prejudiciais, especialmente diante da separação entre propriedade e controle. Sem mecanismos robustos de gerenciamento e controle, há o risco de que controladores e gestores priorizem interesses próprios em detrimento da maximização do valor da companhia. Em organizações complexas, a ausência de um sistema de pesos e contrapesos bem estruturado facilita a adoção de decisões desalinhadas com os interesses de acionistas, agravando problemas de agência. (Fama; Jensen, 1983, pp. 8-9).

Assim, no presente trabalho não se supõe que irá ocorrer adesão genuína a esses princípios. Para que cumpram seu papel, os princípios devem servir como diretrizes para a implementação de mecanismos concretos de ratificação e monitoramento das decisões empresariais e, em última instância, *enforcement*, assegurando a efetividade da governança (Fama; Jensen, 1983, p. 5)⁵⁴ e a proteção de *stakeholders*⁵⁵.

Hoje a governança pode ser vista sob a perspectiva de 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”. Neste sentido, é um sistema que “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” (IBGC, 2023, p. 17).

⁵⁴ Inclusive, em organizações complexas, gestores podem explorar a falta de monitoramento efetivo para tomar decisões desalinhadas com os interesses de acionistas, especialmente quando não há um sistema de pesos e contrapesos bem estruturado (Fama; Jensen, 1983, pp. 8-9).. Isso sugere que apenas confiar em princípios abstratos não é suficiente.

⁵⁵ Alinha-se esse entendimento ao resultado de uma pesquisa empírica realizada com o objetivo de identificar quais os princípios de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 priorizaram em suas ações corporativas. Na ocasião, demonstrou-se que: “Ao confrontar o questionário com os níveis de listagem da B3, verifica-se que quanto maior o nível de listagem, maior a adesão aos princípios.[...]. O Novo Mercado embora contemple todas as exigências dos demais níveis se comportou de forma contrária quando tratamos de adesão voluntária aos princípios de governança, tendo menor adesão a Transparência e Prestação de Contas comparados aos demais níveis diferenciados, destacando-se apenas no que se refere a Equidade, acompanhando o que já ocorre quando trata-se da regulamentação, pois um dos objetivos do Novo Mercado é assegurar os direitos dos acionistas minoritários e dos demais interessados (stakeholders)”.

Disponível em:

<https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1374.pdf?utm_source=chatgpt.com>. Acesso em 11 fev. 2025. Ou seja, a adoção voluntária desses princípios não funciona para todas as empresa nem para o mercado global.

Essa visão contemporânea da governança corporativa reconhece a interligação entre as organizações e os contextos econômicos, sociais e ambientais (IBGC, 2023, p. 16). A atualização dos princípios de governança corporativa, bem como de seu conceito pelo o IBGC, incorpora o meio ambiente e a sociedade e a interdependência entre os ecossistemas social, econômico e ambiental à responsabilidade empresarial.

Incluindo questões sobre como a companhia deve buscar a equidade motivada pelo senso de justiça, respeito, diversidade, inclusão, pluralismo e igualdade de direitos e de oportunidades. Além disso, ao tratar de integridade e transparência, tais princípios também estimulam positivamente a relação com as partes interessadas e prezam pelo cuidado da sociedade em geral e do meio ambiente⁵⁶.

Observa-se que houve o incremento da Governança, com a inclusão da avaliação das partes que são impactadas pela atividade empresarial a partir da adoção do ESG, por exemplo, e da noção e exigência de materialidade para a divulgação de informações sobre as companhias, de modo que objetivo, objeto e conceito de governança corporativo são acomodados pelas duas teorias abordadas no presente trabalho.

Isso reforça a noção que a teoria e os conflitos internos de agência não resumem a governança corporativa, sendo possível, por meio de outras teorias, como a dos *Stakeholders*, verificar que a governança está em movimento (Franco, 2024, p. 19) e que as teorias estão acomodadas na ideia de movimento da governança corporativa – sendo necessários padrões e métricas para sua verificação (Franco, 2024, p. 16). Ainda, para reforçar essa ampliação, evidencia-se a atualização dos princípios de governança corporativa: integridade, transparência, equidade, responsabilização (*accountability*) e sustentabilidade (IBGC, 2023, p. 18; OCDE; 2023, p. 44).

Por tudo isto, embora tenha-se adotado um conceito de governança - item 2.1 deste Capítulo -, ele é amplo e abrange a ideia de “nova governança corporativa” em que há o “abandono dos custos de agência como problema central e uma maior atenção dada a questões de ética corporativa, envolvendo não apenas o controlador, os acionistas minoritários e os administradores, mas também consumidores, trabalhadores, organizações da sociedade civil e reguladores” (Portugal Gouvêa, 2022, p. 354).

Assim, pretende-se somar a análise já tradicional dos problemas de agência, vislumbrados nas TPRS, à visibilidade crescente das companhia que adotam as práticas ESG,

⁵⁶ O código de melhores práticas do IBGC não se configura como um modelo rígido de norma coercitiva, mas sim como uma referência de consulta. O propósito é estimular a reflexão sobre as práticas a serem adotadas por cada organização, considerando fatores como estrutura, realidade e estágio de desenvolvimento (Martins Neto, 2023, p. 201).

reforçando a ideia de que a governança corporativa é percebida de maneira diferente à luz de fenômenos relacionados aos problemas globais de magnitude supranacional, que altera a maneira como a atividade empresarial é avaliada, exigindo soluções multidisciplinares, a confirmar as hipóteses de que é possível incluir as TPRs como estratégia para tomada de decisões de investimento no Brasil, a depender da maneira como a materialidade é endereçada em instrumentos de governança e ESG.

2.4. Marcos da Governança Corporativa no Brasil

2.4.1. Histórico do Mercado de Capitais e promulgação da Lei nº 6.404/76

Embora a grande maioria dos estudos sobre governança corporativa leve em consideração o ambiente norte-americano, mormente por este ter sido, em 1980, o berço do *corporate governance*, o sistema brasileiro se diferencia daquele quanto a ambiente institucional, proteção a investidores, desenvolvimento econômico e, portanto, estrutura acionária, dentre outros (Silveira, 2021, p. 52).

Neste turno, importa destacar que as companhias brasileiras possuem uma estrutura mais familiar⁵⁷, com propriedade bastante concentrada⁵⁸ - modelo de controle concentrado - e presença marcante de um sócio ou acionista controlador ou um grupo de controle que consegue eleger a maioria do conselho administrador e, não raro, que atua na gestão diária via diretoria executiva, fazendo com que haja mais sobreposição entre propriedade e controle (Silveira, 2021, p. 52).

No Brasil, “a elevada concentração acionária e atuação de grandes acionistas fazem com que o principal conflito de governança tenda a ocorrer entre os sócios controladores, acionistas minoritários e demais *stakeholders*” (Silveira, 2021, p. 54)⁵⁹. Historicamente, o desafio de governança associado às TPRs está relacionado à estrutura de poder e controle, já

⁵⁷ Em rol exemplificativo: JBS, Marfrig, Gerdau, Votorantim, Companhia Siderúrgica Nacional, Magazine Luiza, Cosan, Energisa, WEG, Amaggi, Raia Drogasil e Porto Seguro. Disponível em: <https://azevedoneto.adv.br/das-100-maiores-empresas-brasileiras-quantas-sao-empresas-familiares-qual-o-segre-do-do-sucesso/#:~:text=Dentre%20essas%20100%2C%20voc%C3%AA%20sabe,est%C3%A1%20entre%20as%2010%20maiores.>>. Acesso em 15 fev. 2025.

⁵⁸ A título de exemplo, ver a cadeia de propriedade da empresa Energisa Mato Grosso, que pertence ao grupo Energisa “Na empresa, o acionista direto majoritário é a Rede Energia Participações S.A. Em toda a cadeia indireta, os direitos de voto ultrapassam 50%, demonstrando que o controle é mantido ao longo da estrutura” (Flores; Sonza, 2023, p. 474).

⁵⁹ Nos Estados Unidos, em contrapartida, há uma elevada pulverização acionária, os acionistas são geralmente mais passivos e fracos para definir os rumos da companhia, enquanto os executivos detêm mais poder para tomar decisões na prática. O maior desafio norte-americano de governança corporativa é, neste sentido, fazer com que executivos tomem decisões no melhor interesse de longo prazo de acionistas e demais partes interessadas (Silveira, 2021).

que, em sua maioria, acionistas controladores dos grupos empresariais são predominantemente famílias. Como resultado, a divergência entre os direitos de controle e propriedade implica conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e trazem o desafio da construção de mecanismos para proteger acionistas minoritários da expropriação de valor (Flores; Sonza, 2023, p. 464)⁶⁰.

Assim, tem-se que ao longo do século XX o mercado de capitais brasileiro teve um papel muito limitado no funcionamento das empresas, já que, via de regra, essa função coube ao Estado. Até o início da década de 1960, a centralização estatal era tão grande que as bolsas de valores eram controladas pelo governo e os corretores eram servidores públicos com direitos hereditários para negociar ações (Bovespa e MB Associados, 2000, p. 5; Silveira, 2021, p. 549)^{61,62}.

A Lei de Sociedades por Ações (LSA), em sua exposição de motivos⁶³, teve como base institucional, a criação de uma estrutura jurídica apta ao fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, a partir de uma sistemática que assegurasse ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, abrangesse atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

Para tanto, o projeto foi baseado, dentre outros, nos seguintes princípios: ampla liberdade ao empresário para escolher os valores mobiliários que melhor se adaptassem ao tipo de empreendimento e às condições de mercado; regras estritas de responsabilidade dos administradores - de direito e de fato; o acionista controlador.

⁶⁰ Neste sentido, fazer com que haja o aprimoramento dos modelos de governança para que controladores e administradores eleitos tomem decisões no melhor de interesses - a longo prazo - da companhia e não em prol de seus benefícios extra-sociais ou particulares é importante para reduzir um custo social importante para os acionistas minoritários, que corresponde à expropriação desse grupo com a menor porcentagem de ações (Flores; Sonza, 2023, p. 464).

⁶¹ Esse cenário começa a se modificar após o golpe militar de 1964, havendo: reforma bancária, com a criação do Conselho Monetário e Banco Central (1964); Lei de Mercado de Capitais, com a regulamentação do lançamento de valores mobiliários (1965); criação da Comissão Brasileira de Valores Mobiliários (1976) e Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976). Para mais sobre o histórico do Mercado de Capitais Brasileiro, ver: *SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2021.*

⁶² Como explicação, Bovespa e MB Associados (2000, p. 9) dispõe que “Obviamente existem restrições, de diversas naturezas, ao desenvolvimento de um verdadeiro mercado de capitais no país. Pior ainda, sabemos que muitas delas não são passíveis de solução no curto prazo. Dentre os obstáculos sobressaem 1) a estrutura tributária brasileira que não incentiva operações com renda variável além de onerá-las com o CPMF; 2) as restrições que a CVM, como órgão público, tem para contratar e pagar bem pessoal qualificado para agilizar e reforçar o controle do mercado; e 3) o estoque de ações preferenciais existente que ainda deverão perdurar mesmo com eventuais mudanças na lei das SA.”

⁶³ Disponível em:

<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>>.

Acesso em 22 set. 2023.

O Projeto da Lei da LSA trouxe, inclusive, o Capítulo XXI - Grupo de Sociedades -, uma disciplina relacionada aos grupos, com a noção de que essa forma de agrupamento empresarial é resultado da evolução crescente do “inter-relacionamento de sociedades que buscam combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetivos sociais, conservando sua personalidade jurídica própria (Camargo, 2019, p. 69). Observa-se, na prática, que o Brasil apresenta uma preferência por grupo de fato, caracterizados por ausência de pacto formal entre seus participantes, que mantêm relações meramente societárias entre si, em especial de coligação e controle.

Neste sentido, cabe ressaltar que em grupos de fato é tênue e, por isso, preocupante a proteção conferida aos credores, terceiros e sócios dissidentes, em razão do ambiente mais propício a que transações internas venham a ser celebradas em prejuízo destes.

Mas não é só. Importa ressaltar que a grande maioria das relações com partes relacionadas existe em razão da formação prévia de grupos que possuem, entre si e internamente, relações contratuais formais ou não (Camargo, 2019, p. 50).

Saindo do Projeto e adentrando especificamente nas disposições da LSA, essa traz, em diversos dispositivos, disciplina relativa aos deveres legais de diligência e lealdade de administradores de sociedade por ações; à proibição destes de atuarem em conflito de interesses com a sociedade; às limitações de exercício abusivo do poder de controle; ao tratamento dado à participação recíproca entre empresas de um mesmo grupo econômico; à responsabilidade de administradores e das sociedades controladoras perante danos que causarem à companhia; além de diversos mecanismos de proteção aos sócios minoritários previstos ao longo do texto legal.

Sobre a matéria de conflitos de interesses⁶⁴, esta foi regulada nos arts. 115, §1º e 156 da Lei, que tratam a respeito das situações de conflitos⁶⁵ envolvendo, respectivamente, acionistas e administradores.

⁶⁴ Considera-se conflito de interesses a “existência de um duplo interesse frente a uma decisão a ser tomada”. Ocorre, por exemplo, sempre que um acionista, administrador, empregado e colaborador encontra-se em posição dupla frente à sociedade, possuindo, ao mesmo tempo, o dever legal de se posicionar a favor dos interesses da sociedade e o seu interesse privado em determinada questão, tornando inevitável o atendimento de um interesse em detrimento de outro. In: *Azevedo, Erasmo Valladão e França, Novaes. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. Decisão da CVM no caso “Sistel-Previ” 2003*, pp.658-660.

⁶⁵ Importa ressaltar, de antemão, que o presente trabalho não visa aprofundar em aspectos relacionados especificamente ao conflito de interesses, mas tão somente explicá-lo de maneira sucinta, tendo em vista que é tema que permeia as Transações com Partes Relacionadas. Para mais sobre o assunto, ver: Leis 6.404/76 - Lei das Sociedades por Ações -, que revogou por completo o Decreto-Lei nº 2.627/40; na Lei 10.303/01, que revogou parte da Leis das S.A; no decreto nº 8.420/15, que regulamentou a Lei 13.846/13 - Lei Anticorrupção; na lei 12.813/13, que regulamentou o conflito de interesse na Administração Pública; na Lei Antitruste - 12.529/11, do CADE, que estruturou o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. E mais recentemente, na Lei nº 14.195/21, que dispõe, entre outros, sobre a proteção de acionistas minoritários.

O objetivo é, resumidamente, o de limitar a atuação dos acionistas e administradores⁶⁶. Porém, em termos de aprovação de TPRs, o art. 115 não é capaz de garantir que todas as transações sejam tomadas de forma independente, haja vista que permanece controversa a interpretação deste artigo - visão formal ou substancial do conflito de interesses -, o que pode permitir ou não que um acionista controlador com conflito de interesses possa votar para aprovação uma transação entre partes relacionadas (Kraakman *et al.*, 2018, p. 301)⁶⁷.

O art. 156, por sua vez, que trata do dever de lealdade dos administradores, proíbe que esses utilizem suas posições para obter vantagens pessoais ou para terceiros, incluindo em transações com partes relacionadas, ou seja, há proibição de atuação em conflito de interesses. Na essência, o dever de lealdade constitui padrão de equidade que determinará análise *ex post* para verificar se os acionistas - como classe ou minoria - foram prejudicados em decorrência de uma transação entre partes relacionadas. Ocorre que os tribunais brasileiros raramente questionam a “justiça” “de transações com conflitos de interesses e até administradores que agiram com conflito têm pouca probabilidade de serem processados, muito menos considerados responsáveis, por violação de dever de lealdade” (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 301-311):

Em seu conteúdo central (o tratamento justo ou equitativo), o dever de lealdade é semelhante nos países de *common law* e *civil law*, mas sua força depende crucialmente da frequência e do rigor com que os tribunais o aplicam. [...]

Limitações à capacidade processual, com patamares mínimos de propriedade acionária e outros obstáculos procedimentais, tornam difícil aos acionistas minoritários contestar as transações entre partes relacionadas envolvendo administradores e acionistas controladores, especialmente na Alemanha, na Itália e no Brasil.

No Brasil, é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que desempenha um papel atuante: ela tem o poder de impor multas e outras sanções (como suspensão do exercício do cargo de administrador ou inabilitação) por violações do dever de lealdade e o exerce de tempos em tempos. Porém, essa ação administrativa não é necessariamente um substituto adequado para a efetivação judicial. Multas, ao contrário de indenizações, não fornecem compensação à companhia ou a seus acionistas, e seu baixo valor no Brasil reduz seu efeito dissuasório (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 314-315).

⁶⁶ Para mais, ver: Azevedo, Erasmo Valladão e França, Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. Decisão da CVM no caso “Sistel-Previ”**. 2003; Carvalho, Gabriela Cerqueira de; Oliveira, Flávia Jardim de. O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesse. *Revista Discente DIREITO GV*. São Paulo, ano 02, v. 01 n. 03 jul 2013; Eizirik, Nelson. **A Lei das SA comentada**. São Paulo, Quartier Latin 1v, pp.663-664, 2011; Salomão Filho, Calixto. Conflito de interesses - a oportunidade perdida. **O novo direito societário**. Malheiros Editores LTDA. São Paulo, 2002.

⁶⁷ “A controvérsia gira em torno da interpretação do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações. Porém, é incontroverso que os acionistas controladores podem votar para aprovar a incorporação de companhia controlada”, conforme art. 264 da LSA (Kraakman *et al.*, 2018, p. 301).

Não bastante, as regras previstas nos arts. 243 e 245, da LSA trazem uma regulação relacionada aos grupos societários⁶⁸ e reforçam os deveres dos administradores de observarem critérios de prudência e lealdade, mas não buscam proibir transações com partes relacionadas (Camargo, 2019, p. 85). E o art. 244 regula a participação recíproca entre empresas pertencentes ao mesmo grupo. Os arts. 246 e 265 do mesmo diploma, por sua vez, dispõem acerca da responsabilidade de administradores e sociedades controladoras pelos danos que causarem à companhia, com infração aos arts. 116 e 117, da LSA.

Assim, com base na premissa de que as companhias pertencentes a grupos realizam transações entre si rotineiramente e a eficiência da estrutura grupal depende dessas transações (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 312), a LSA reconhece a existência das TPRs como consequência lógica de uma organização empresarial e cria dispositivos para evitar danos a acionistas minoritários (Camargo, 2019, p. 127), definindo duas exceções de TPRs não permitidas: (1) subordinação de interesses e (2) confusão ou transferência de resultados entre as sociedades, a partir do que define o art. 245⁶⁹.

Com isso, o art. 117 e 245 se complementam na definição do exercício abusivo de controle e da necessidade de reforçar o controle de abusos em operações relacionadas com partes relacionadas.

Durante a promulgação da LSA e o desenvolvimento efetivo do mercado de capitais, que só começou a ganhar mais força no início dos anos 2000⁷⁰, apesar do programa de privatização brasileiro ter ocorrido ao longo da década de 1990, diversos foram os movimentos de governança corporativa.

Em seguida, em 2001, a Lei nº 10.303 reformou a LSA, introduzindo novos direitos aos acionistas minoritários, com retorno parcial do *tag along*⁷¹ aos detentores de ações

⁶⁸ Sobre o ponto, o regime jurídico dos grupos de fato no Brasil se resume em três principais regras: 1) informações sobre investimentos em sociedades coligadas e controladas (art. 243 da LSA); 2) independência das sociedades vinculadas, quando não constituído grupo de direito (art. 245 da LSA) e 3) responsabilidade dos administradores da companhia por perdas e danos gerados por atos de favorecimento da sociedade coligada, controladora ou controlada, ou por operações entre as sociedades que não observarem as condições comutativas ou pagamento compensatório adequado (art. 245 da LSA). Ver: Wald, Arnoldo. **Caracterização do grupo econômico de fato e suas consequências quanto à remuneração dos dirigentes de suas diversas sociedades componentes**. São Paulo: RDBMC nº 25, Ano 7, jul-set/04, pp. 150.

⁶⁹ Ou seja, a transação deve ocorrer em condições estritamente comutativas ou deve ocorrer o pagamento compensatório adequado.

⁷⁰ Silveira (2021, p. 556) aponta três motivos principais para o que denomina de atrofia no mercado de capitais: (a) proteção deficiente dos investidores; (b) práticas de governança insatisfatórias das empresas e (c) instabilidade macroeconômica.

⁷¹ O *tag along* é uma ferramenta de segurança garantida aos acionistas minoritários de uma companhia, permitindo que tais acionistas deixem a sociedade caso o controle da empresa passe para um novo investidor, que até então não tinha participação no negócio. Para mais, ver: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/178>. Acesso em 09 out. 2023.

ordinárias, além de outras modificações relacionadas à aquisição de ações, direito dos preferencialistas, entre outros.

O *tag along* impacta as transações com partes relacionadas indiretamente, ao criar mecanismos de proteção para os acionistas minoritários em situações de alienação de controle da companhia. Ele influencia a estrutura de incentivos entre os controladores e minoritários, além de garantir que os minoritários sejam tratados de forma mais equitativa em operações que envolvam o controle acionário⁷².

2.4.2. Governança Corporativa no mundo e no Brasil a partir de impactos financeiros

Seja em relação a impactos internacionais, seja em relação à onda de retomada do mercado de capitais brasileiro, a primeira década do século XXI reforçou a importância da governança corporativa ao redor do mundo.

Escândalos financeiros envolvendo empresas norte-americanas no início dos anos 2000, como a Enron Corporation (2001), a Tyco (2002), e a WorldCom (2002)⁷³ desencadearam discussões acerca de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria e fizeram surgir a *Sarbanes-Oxley Act* (2002), com importantes definições sobre práticas de governança corporativa⁷⁴.

No Brasil, a onda de IPOs de 2004-2007 foi marcada por erros e acertos, fomentando a adoção de melhores práticas de governança pelas empresas. Assim, apesar de ter ocorrido uma migração acelerada de companhias para o Novo Mercado e um crescimento exponencial da governança na mídia, o período foi seguido por discussões a respeito (i) das *poison pills* brasileiras⁷⁵, mecanismo de origem norte-americana utilizado no Brasil para desestimular a

⁷² Para tanto, ver: Recomendações da CVM sobre governança corporativa (2002), Seção III. A seção irá abordar o *tag along* e transações com partes relacionadas, demonstrando a preocupação da autarquia, na época, sobre o tema e a proteção de acionistas minoritários. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em 15 fev. 2025.

⁷³ “O primeiro tratou do colapso de um gigantesco grupo norte-americano atuante no setor de energia em decorrência de fraudes financeiras, que levaram ao esvaziamento do valor de suas ações comercializadas na bolsa de valores, bem como à prisão dos executivos integrantes dos quadros de administração das sociedades. Situação semelhante aconteceu no âmbito da Worldcom, imenso grupo voltado para prover serviços de telefonia de longa distância e dados nos EUA” (Pinheiro, 2017, p. 23).

⁷⁴ Dentre elas, a criação de um conselho não governamental e independente, nomeado *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), encarregado de inspecionar sociedades de auditoria, com o escopo de preservar os interesses dos investidores e promover a confiança pública nos relatórios dos auditores e criação de um Comitê de Auditoria composto por membros independentes (Pinheiro, 2017, p. 69).

⁷⁵ Para mais sobre o assunto, ver:

https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-110744/publico/Texto_Integral_Paloma_dos_Reis_Coimbra_de_Souza.pdf. Acesso em 22. set. 2023 e

<<https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/o-que-sao-afinal-as-poison-pills/>>. Acesso em 22 set. 2023.

aquisição de percentual significativo de ações em circulação, à medida que, no período, foram estabelecidas disposições nos estatutos sociais da companhia que obrigavam os adquirentes de percentual relevante a agir de maneira específica, o que dificultou a ocorrência de reestruturações societárias potencialmente positivas (Silveira, 2021, p. 557).

Além disso, (ii) *insider trading*⁷⁶: houve um elevado número de operações suspeitas, relacionados à posse de informações privilegiadas⁷⁷. Não bastante, (iii) *equity kicking*: bancos injetaram capital em companhias e estas lançaram ações no mercado prematuramente, sem a possibilidade de entregar os resultados prometidos aos investidores, gerando queda no retorno das ações após os IPOS, dentre outros.

Especificamente em relação às TPRs, em 2008, a companhia aberta brasileira Brasil Ecodiesel recebeu empréstimos expressivos de um de seus acionistas controladores e fundadores, operação que foi questionada no mercado na época, porque essas transações entre partes relacionadas foi utilizada como opção de financiamento. No caso, chamou atenção em virtude de: partes envolvidas, montante, momento e eventuais alternativas à disposição (Camargo, 2019, p. 39)⁷⁸.

Em 2009, por sua vez, na proposta de capitalização da Petrobrás para exploração da camada de pré-sal também houve a discussão a respeito de transações com partes relacionadas, por se tratar de um contrato comercial firmado entre a Petrobrás e a nova empresa, ambas controladas pela União⁷⁹. No mesmo ano, a Brasil Agro e a Diagnósticos da América (Dasa) foram objeto de questionamento envolvendo TPRs⁸⁰.

No Brasil, entre 2010 e 2018, observou-se, dentre outros, uma tentativa de reforma nas regras do NM (2010); a entrada em vigor do FRE da CVM, elevando a transparência exigida das empresas; o colapso das empresas “X”, controladas pelo empresário Eike Batista, cujos

⁷⁶ O *insider trading* consiste no uso indevido de informações privilegiadas para vender ou comprar ações e é considerado crime, conforme art. 27-D, da Lei nº 10.303/2001 e estelionato, conforme art. 171, do CPP.

⁷⁷ Entre os casos mais conhecidos está o da tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia em 2005, que resultou na primeira condenação penal por uso de informação privilegiada. Disponível em:

<<https://oglobo.globo.com/economia/caso-sadia-perdigao-gera-primeira-condenacao-penal-por-uso-de-informacao-privilegiada-2821605>>. Acesso em 22 set. 2023 e

<<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/a09b7a5a-ab81-494a-b629-43edd0ee17e5/content>>. Acesso em 15 fev. 2025.

⁷⁸ Para mais sobre o caso, ver:

<https://www.biodieselbr.com/noticias/em-foco/brasil-ecodiesel-recorre-socio-credito-29-07-08>. Acesso em 26 set. 2023

⁷⁹ Para mais, ver:

<https://www.camara.leg.br/noticias/135782-capitalizacao-da-petrobras-sera-destaque-da-pauta-do-plenario/>. Acesso em 09 out. 2023.

⁸⁰ A primeira refere-se à realização de contrato de prestação de serviços de consultoria com a Paraná Consultoria de Investimentos, cujos sócios fundadores também são fundadores da Brasil Agro, com fortes indícios de condições vantajosas (Camargo, 2019, p. 41). A segunda, por sua vez, envolveu a participação de seu sócio fundador e seus familiares em contratos de locação e prestação de serviços de vários tipos, entre outros.

resultados operacionais foram muito aquém do esperado, suscitando acusações de diversos problemas de governança, tais como negociação de ações com informações privilegiadas e falta de transparência aos sócios minoritários (2013); o início do Comitê de Fusões e Aquisições - CAF- (2013)⁸¹, baseado no *Takeover Panel* em inglês e um modelo de adesão voluntária⁸².

Ademais, no ano de 2011, a Abrasca - Associação Brasileira das Companhias Abertas -, na esteira do que fez a Anbima, após quase dois anos de discussões internas e com agentes de mercado, divulgou em 2011 o Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas. Em seu Capítulo 6 - denominado Operações com Partes Relacionadas -, o código abrange recomendações às condutas das companhias brasileiras especialmente no contexto da crise mundial de 2018 e “crise dos derivativos cambiais⁸³”, que afetou grandes companhias, como Sadia e Aracruz (Camargo, 2019, p. 29).

O referido código foi idealizado no formato *comply or explain* - no Brasil traduzido para “pratique ou explique -, reforçando o padrão de governança corporativa quanto aos aspectos fundamentais de gestão: celebração e monitoramento de transações entre partes relacionadas. Todavia, embora esse formato de pratique ou explique não obrigue as empresas a seguirem as recomendações, dita que estas deverão, em caso de descumprimento, explicar ao mercado o porquê desse não cumprimento⁸⁴.

⁸¹ Organização privada criada com o apoio de algumas das principais entidades participantes do mercado brasileiro de capitais, tais como Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), Associação das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), BM&FBOVESPA e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, com o objetivo de “assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas brasileiras que, a partir de um modelo de autorregulação voluntária, decidam se submeter ao órgão.”. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/en_us/imprensa/comite-de-aquisicoes-e-fusoes-inicia-suas-atividades-a-partir-de-a-gosto.htm>. Acesso em 24 set. 2023.

⁸² Nessa época, em contraste com a década anterior, o Brasil experimentou grande atração de investimentos estrangeiros “The main cause for this change was the creation of the Novo Mercado and the improvement that the aforementioned rules brought to the perception of investors. In other words, the improvement in corporate governance was at the center of the turnaround of the Brazilian market. It is not by chance that the vast majority of new companies were listed on the Novo Mercado or Level 2 (88%). Market capitalisation has multiplied 10-fold (from USD 121 billion in 2002 to USD 1 215 billion in 2012), not only because of the improvement in the country’s economic scenario, but also because of the entry of new companies which were better priced by investors. The average daily trading value in the stock market rose from USD 167 million in 2002 to USD 3 220 million in 2012.” (OCDE, 2013, p. 45).

⁸³ Para saber mais da crise no cenário brasileiro, ver:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5859959/mod_resource/content/1/ENS%20-%20RSK%20VE%2018%20-%20A8%20O%20que%20o%20mercado%20aprendeu%20com%20a%20crise%20dos%20derivativos.pdf.

Acesso em 26 set. 2023.

⁸⁴ A versão atual desse código pode ser acessada através do endereço eletrônico:

https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf, e contém as disposições sobre Transações com Partes Relacionadas em seu capítulo 5. Acesso em 26 set. 2023.

Em 2014, a Lei nº 12.846/2013 - Lei Anticorrupção - entrou em vigor, prevendo expressamente a responsabilização objetiva de pessoas jurídicas envolvidas em atos de corrupção e existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades.

No mesmo ano iniciou-se a operação “Lava Jato”, que trouxe à tona o maior escândalo de corrupção empresarial documentado no mundo, descortinando, no âmbito de uma estatal, a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás), e de vários grupos privados, fragilidade de um sistema até então visto como exemplo de governança corporativa (Silveira, 2021, p. 560).

Em 2015 o IBGC lançou a 5ª Edição do “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa”, adotando uma abordagem voltada a princípios a serem adotados igualmente em todas as empresas e a Polícia Federal deflagrou a operação “Zelotes”, para investigar fraudes tributárias em grandes bancos e grandes empresas foram acusadas de subornar o CARF, com o intuito de eliminar débitos com a Receita Federal.

Em 2016, foi lançado o “Código Brasileiro de Governança Corporativa para Companhias Abertas”, buscando minimizar fatores críticos para decisões de investimento⁸⁵ e o “Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais - Stewardship”, visando orientar gestores de recurso a se engajar de maneira responsável perante as suas companhias investidas⁸⁶. Além disso, entrou em vigor a Lei nº 13.303/2016 - Lei de Responsabilidade das Estatais -, resultado da Lava Jato⁸⁷ e elaborada com o fim de melhorar as práticas de governança das estatais e sociedades de economia mista.

Pode-se dizer que a Lei foi resultado de um cenário de inúmeros escândalos de corrupção e resultados econômicos controvertidos envolvendo estatais, a evidenciar a fragilidade em torno da gestão dessas companhias e a necessidade de discussão acerca da criação de um diploma específico para estatais (Pinheiro, 2017, p. 98). Assim, além de estabelecer regras quanto à estrutura organizacional interna das estatais e alterar a disciplina de licitações e contratos, também trouxe alguns impactos em relação aos mecanismos de governança corporativa⁸⁸.

⁸⁵ Informação disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/codigo-brasileiro-de-governanca-busca-minimizar-fatores-criticos-para-decisao-de-investimento.htm>. Acesso em 24 set. 2023.

⁸⁶ Disponível em:

<<https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/06/CODIGOAMECSTEWARDSHIPMinutaparaConsultaPublica.pdf>>. Acesso em 24 set. 2023.

⁸⁷ Não bastando, a Lava Jato também resultou no maior acordo de leniência da história. Disponível em

<<https://valor.globo.com/politica/noticia/2016/12/21/odebrecht-e-braskem-firmam-maior-acordo-de-leniencia-do-s-eua.ghtml>>. Acesso em 24 set. 2023.

⁸⁸ A Lei estabelece um regime uniforme para empresas públicas e sociedades de economia mista, que deverão adotar regras de estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno considerando três pilares: (i) ação de

Em termos ainda financeiros, o ano de 2019 foi marcado pelo escândalo da Rodonorte, concessionária do grupo CCR, pioneiro no NM, a qual celebrou um acordo de leniência de 750 milhões de reais com o Ministério Público Federal do Paraná após reconhecer atos de corrupção e lavagem de dinheiro⁸⁹.

2.4.3. Governança Corporativa no mundo a partir de questões ambientais e os recentes desastres brasileiros

O cenário de marcos de governança corporativa não se limita a questões financeiras e contábeis. Por vezes, a implementação de padrões mais rigorosos de governança corporativa são provenientes de grandes desastres ambientais. Ao longo das décadas, foram registrados vários rompimentos de barragens em Aberfan, Bafokeng, Arcturus, Stava, Merriespruit⁹⁰, Brasil, entre outros.

No Brasil, no final de 2015, ocorreu o maior desastre ambiental da história do país até então: o rompimento da barragem do Fundão, situada no Complexo Industrial de Germano, no Município de Mariana (MG), que operava sob gestão da Samarco Mineração S.A., empresa controlada pela Vale S.A e pela mineradora BHP Billiton. O colapso da estrutura matou 19 pessoas e gerou danos ambientais imensuráveis^{91,92}.

administradores e empregados na implementação do controle interno; (ii) instituição de área responsável na verificação do cumprimento de obrigações e gestão de riscos e (iii) instituição de auditoria interna e Comitê de Auditoria Estatutário, mas cujo tema não seja tratado no presente trabalho em razão de escopo. Para mais, ver: Regime societário das empresas públicas e sociedades de economia mista. In: DAL POZZO, Augusto Neves; MARTINS, Ricardo Marcondes. Estatuto jurídico das empresas estatais. São Paulo: Contracorrente, 2018. Disponível em:

<https://www.academia.edu/36844280/Regime_societ%C3%A1rio_das_empresas_p%C3%BAblicas_e_sociedades_de_economia_mista In DAL POZZO Augusto Neves MARTINS Ricardo Marcondes Estatuto_jur%C3%AAdico_das_empresas_estatais_S%C3%A3o_Paulo_Contracorrente_2018>. Acesso em 24 set. 2023.

⁸⁹ Informação disponível em:

<<https://forbes.com.br/negocios/2019/03/concessionaria-da-ccr-faz-acordo-de-r-750-mi/>>. Acesso em 24 set. 2023.

⁹⁰ Para mais detalhes desses rompimentos, ver: Cruz Gonçalves de Souza, Livia Maria; Mathias Souto, Luana. Desastres ambientais e governança corporativa: programas de compliance como mecanismos de investimento na economia reputacional. *Revista de Direito Econômico e Socioambiental*, ISSN 2179-345X, ISSN-e 2179-8214, Vol. 13, N° 1, 2022. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8740363>>. Acesso em 25 set. 2023.

⁹¹ Para mais ver informações, ver dados disponibilizados pelo Ministério Público Federal:

<https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-samarco/o-desastre>. Acesso em 19 out. 2023.

⁹² Nos EUA, por exemplo, observou-se o acidente na sonda petrolífera *Deepwater Horizon*, operada pela BP (antiga *British Petroleum*) no Golfo do México, desastre esse considerado o pior da história do país. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/20816/20816_6.PDF>. Acesso em 25 set. 2023. e a Volkswagen se envolveu no escândalo mais abrangente e oneroso da história da companhia, por tentar contornar as regulamentações ambientais dos EUA para obter uma vantagem de mercado e aumentar as vendas por meio do green marketing, ao utilizar-se de software para fraudar resultados de testes contra a emissão de poluentes realizados nos carros da marca. Para mais sobre os impactos dessa escândalo em termos de governança, ver: Poier, Stefan. (2020). Clean and Green – The Volkswagen Emissions Scandal: Failure of Corporate Governance?. *Problemy Ekorozwoju*. 15. 33-39. 10.35784/pe.2020.2.04. Disponível em:

Esse caso, em específico, representou grande desafio e questionamento relacionado à responsabilidade social corporativa, tendo em vista não só a sua magnitude, mas também o fato de a empresa ter ocupado posição de referência em mineração no tocante às práticas operacionais e socioambientais e ter recebido prêmios como “Melhores e Maiores” (Revista Exame) e Troféu Transparência, em relação à divulgação de suas informações contábeis (Lopes; Demajorovic, 2020, p. 309).

Quatro anos depois outro escândalo envolvendo a Vale S.A. e outra barragem: a de Brumadinho (2019), a qual causou a morte de 259 pessoas, sem excluir os danos ambientais e sociais provenientes⁹³. O Relatório independente realizado pelo Centro Internacional de Métodos Numéricos en Ingeniería (CIMNE), que a pedido do Ministério Público Federal estudou as causas do rompimento da Barragem I, evidenciou a necessidade de profundas mudanças na governança corporativa e na gestão de riscos de barragens, a fim de evitar que novos colapsos aconteçam⁹⁴.

Tais desastres chamaram atenção - cada vez mais crescente - para a importância das informações não financeiras das companhias, haja vista que os impactos sociais e ambientais relacionados à gestão desses riscos não são recuperáveis no curto, médio ou longo prazo. Isso gera a necessidade de um processo de maior articulação das partes interessadas visando ampliar a variedade de atores no processo de governança corporativa, tendo em vista a possibilidade de utilização dos documentos de governança.

Esse contexto reforça o vínculo entre Governança Corporativa e ESG em relação às informações não financeiras. A governança desempenha um papel excepcionalmente importante nas organizações, já que tem o condão de aumentar ou diminuir a confiança do público e dos *stakeholders*. Em suma, destaca um papel da governança que possibilita que a concorrência entre as companhias se dê não apenas no plano financeiro, como também no plano da observância de normas e diretrizes que atendam a *stakeholders* (Frazão, 2019, p. 6).

O ESG por sua vez, amplia essa perspectiva ao integrar aspectos ambientais e sociais na avaliação das empresas. Por isso, entende-se que o fortalecimento das práticas de governança, em conjunto com os princípios e mecanismos de ESG se torna essencial para

https://www.researchgate.net/publication/342003508_Clean_and_Green_-_The_Volkswagen_Emissions_Scandal_Failure_of_Corporate_Governance. Acesso em 09 out. 2023.

⁹³ Apesar disso, um ano depois a companhia aprovou o aumento de 75% na remuneração de seus administradores. Informação disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/03/14/vale-prope-aumento-de-75-pontos-percentuais-na-remunerao-de-administradores-em-2020.ghtml>. Acesso em 09 out. 2023.

⁹⁴ Para acessar a íntegra do relatório. <https://www.mpf.mp.br/mg/sala-de-imprensa/noticias-mg/desastre-da-vale-relatorio-elaborado-por-universidade-da-espanha-aponta-causas-do-rompimento-da-barragem-em-brumadinho-mg>. Acesso em 09 out. 2023.

mitigar riscos, aumentar a transparência e garantir maior alinhamento com as expectativas dos investidores e da sociedade.

Não bastante, casos como o da Barragem do Fundão destacam a relevância de dupla análise: impactos financeiros e não financeiros, já que a empresa responsável tinha reconhecimento em ambas as esferas. Isto posto, quanto aos primeiros e, especialmente, quanto às TPRs, estudos já demonstraram a governança corporativa sozinha pode não ser suficiente para proteger os acionistas minoritários e *stakeholders* de expropriação e, ante a ausência de padrões e formatos únicos, podem ser ocultadas (Flores; Sonza, 2023, p. 489), possuindo reflexos na manipulação de resultados e na discussão a respeito da necessidade de análise de múltiplos documentos - além dos tradicionalmente considerados, como Estatutos, Contratos Sociais e Regimentos - e de materialidade nas informações divulgadas ao público.

2.5. Documentos de Governança Paralela (Shadow Governance)

A evolução constante do instituto da Governança Corporativa leva à revisão e expansão constante de princípios, marcos e mecanismos que lhe conferem materialidade. Isso faz com que não haja receita ou modelo únicos de práticas corporativas a serem adotadas igualmente por todas as organizações (Silveira, 2021, p. 34), vez que a própria noção do instituto parte do pressuposto de que cada empresa possui suas peculiaridades - porte, estágio de vida, estratégia, estrutura acionária, dentre outros.

Neste contexto, abrangendo um ecossistema muito mais amplo do que os documentos principais ou clássicos de governança - estatutos e regimentos - a governança corporativa também abarca os documentos chamados de *shadow governance*. Esses são os documentos presentes nas seções de relação com investidores nos sites das companhias e são extremamente importantes, já que na prática são eles que expressam o compromisso e o processo de uma empresa em relação a questões como financiamento de campanhas, sustentabilidade ambiental, assédio sexual, direcionamento de conflito de interesses, entre outros (Nili; Hwang, 2020, p. 1101).

E como não há uma receita única para todas as organizações, políticas, práticas e documentos variam em rol e conteúdo - em sua maioria - à medida que varia a empresa analisada. A inexistência de um rol, nesse sentido, se explica porque o volume de documentos necessário para a boa governança de uma companhia varia conforme tempo de existência; atividade que esta desempenha, o que inclui o setor em que atua; em que e quais são as

condições do mercado em que está inserida, contexto social, especificidade da companhia, sem prejuízo de outras considerações⁹⁵⁹⁶.

Por isso, os chamados *shadow governance*⁹⁷ - também chamados de documentos de governança paralela -, que são os documentos presentes nas seções de relação com investidores nos sites das companhias são extremamente importantes: a maioria dos principais debates sobre governança corporativa e a disputa entre diretores, acionistas e órgãos reguladores, que foram travados com base em estatutos e regimentos internos, são decididos nesses documentos. São eles que expressam o compromisso e o processo de uma empresa para lidar com os problemas relacionados à governança no dia a dia (Nili; Hwang, 2020, p. 1101).

Ainda, comparando documentos principais de governança com os documentos de *shadow governance*, esses geralmente fornecem diretrizes mais claras e informações mais específicas sobre determinada situação, por vezes preenchendo lacunas de estatutos e regulamentos⁹⁸. Não bastante, são capazes de influenciar o conselho de administração quanto à matéria, procedimentalidade e autoridade. Em termos de conteúdo, servem como diretrizes para reuniões; de procedimentalidade, definem regras que regem poderes do conselho e de comitês e até mesmo referências para a resolução de disputas internas (Nili; Hwang, 2020, p. 1123). Já quanto à autoridade, uma vez divulgados publicamente, podem ser usados para julgar e avaliar como outras empresas resolveram questões de disputas internas e responsabilidade.

Um estudo de governança focado em estatutos e regimentos internos das companhias distorce, pois, a realidade corporativa, na medida em que reduz artificialmente o escopo da governança corporativa e da influência dos acionistas. Isso ocorre, primordialmente, porque

⁹⁵ A título de exemplo, o estatuto e o regimento interno do Facebook trazem detalhes escassos. Para uma empresa que vale mais de meio trilhão de dólares, vinte e quatro páginas fornecem pouca ou nenhuma informação relevante acerca de seu funcionamento na prática. Ou seja, não traz a forma como a empresa toma decisões, quais princípios orientam essas decisões e quais valores a empresa defende (Nili; Hwang, 2020, p.1100).

⁹⁶ A título de exemplo, esses detalhes podem ser encontrados nos seis documentos de governança do Facebook, que são divulgados no site da empresa e dizem respeito a questões tão abrangentes quanto o processo para lidar com conflitos de interesse e oportunidades corporativas e as políticas da empresa sobre assédio sexual, e tão granulares quanto a idade de aposentadoria dos diretores do conselho, por exemplo. Informação disponível em: <https://www.facebook.com/policies_center#more-policy-types>. Acesso em 24 jun. 2023.

⁹⁷ Sobre a definição, os autores pontuam que: “Put simply, a shadow governance document is any non-charter, non-bylaw document that speaks to issues of corporate governance. This definition intentionally casts a wide net”.

⁹⁸ “Compared to core governance documents, shadow governance documents often provide clearer directives and more specific information. They often set the board agenda, dictating things from meeting dates to the substantive issues to be discussed at each meeting. They also fill gaps where the corporate charter or bylaws may be silent or non-specific. The broad landscape of shadow governance documents represents both a hugely understudied part of corporate governance law, and an avenue of enormous practical import. This sets the stage for Part III, which discusses the practical and theoretical implications of shadow governance” (Nili; Hwang, 2020, p. 1123).

existe uma variedade de outros mecanismos além dos estatutos e regimentos internos para definir e articular suas agendas⁹⁹.

Nesse sentido, relatórios de sustentabilidade, relatórios divulgados segundo padrões internacionais de divulgação de informações ESG - tais como SASB, IFRS S1 e S2 e GRI - ou políticas, procedimentos e divulgações de informações financeiras são considerados *shadow documents*, instrumentalizando diversas informações financeiras e não financeiras que não são encontradas nos documentos de governança clássicos. Ou seja, desempenham um papel relevante na formação da governança corporativa em seu cotidiano, porque apresentam informações relevantes de como os negócios têm sido conduzidos na organização (Nili; Hwang, 2020, p. 1099; Franco, 2024, p. 56).

Em termos de conflito de interesses, por exemplo, o código de conduta traz pouca ou nenhuma informação relevante sobre o que é considerado conflito de interesses, como a companhia e os controladores devem agir a partir da observação de um voto proferido com conflito de interesses, como esses serão mitigados no dia a dia da companhia e para quem esses mesmos conflitos serão reportados. Além disso, esses documentos paralelos, uma vez adotados, podem ser levados a sério, pois representam uma forma real e tangível de moldar as empresas, os conselhos e os gerentes¹⁰⁰.

Em suma, partindo de uma perspectiva teórica, estudar esses mecanismos é importante por vários motivos. Dentre eles: (i) um estudo convencional de governança corporativa que não leve em conta o escopo completo do ecossistema de governança cria grandes entraves para a teoria e a prática, vez que dificulta a compreensão da agenda mercadológica, já que, por vezes, agendas sociais e políticas, como divulgações de financiamento de campanha, declarações ambientais, informações importantes para investimentos de longo prazo se

⁹⁹ Em rol exemplificativo, podem ser considerados documentos de shadow governance: Dentre o rol de documentos considerados, encontram-se a seguir listados: Código de Conduta e Ética, Política de Controles Internos, Política de Direitos Humanos, Política da Qualidade, Política de Diversidade e Inclusão, Política de Investimentos Socioambientais e Doações, Política de Gestão Ambiental, Política de Controles Internos, Política Anticorrupção, Política de Gestão Integrada de Riscos, Política de Gestão de Derivativos, Política de Partes Relacionadas, Código de Conduta, Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante, Política de Negociação de Valores Mobiliários, Política de Indicação, Política de Governança Corporativa, Política de Privacidade, Política para Contratação de Serviços Extra-Auditoria de seus Auditores Independentes, Política de Doações de Produtos e Apoio à Projetos, Política de Destinação de Resultados e Distribuição de Dividendos, Política de Segurança da Informação, Política de Indicação de Administradores, Política de Remuneração de Administradores, Política de Conflito de Interesses, Política de Transação com Partes Relacionadas.

¹⁰⁰ Entretanto, essa verificação depende diretamente do papel de *enforcement* adotado pelos órgãos reguladores, a fim de afastar o problema da cosmética e o fato de muitas companhias ainda encararem os documentos de governança corporativa como meramente declarativos. Para mais informações, ver: PINHEIRO, Caroline da Rosa; SOARES, Adrienny Rúbia de Oliveira. *Compliance: entre teoria e prática. Regulação e autorregulação no mercado de capitais. Et. Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado*. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

transformam em documentos de governança paralelos, e não nos estatutos da empresa (Nili; Hwang, 2020, p. 1132); (ii) até mesmo questões centrais de governança, como qualificação de diretores, opções de ações e conflito de interesses são frequentemente desenvolvidas e definidas em documentos de *shadow governance*; (iii) em termos do objeto do presente estudo, as Transações com Partes Relacionadas são um exemplo disso, já que, conforme ilustrado nos Capítulos 2 e 3, governança corporativa e TPRs são temas de extrema importância para o bom funcionamento de empresas e a falta de transparência pode gerar impactos negativos no mercado.

Não bastante, a análise das Políticas de Transações com Partes Relacionadas são importantes para analisar possíveis impactos destas na sustentabilidade econômica, haja vista a possibilidade de expropriação de valor à custa dos acionistas minoritários, a distorção da concorrência, dentre outros.

Em continuação, (iv) esses documentos fornecem esclarecimentos sobre questões discutidas nos estatutos e regimentos internos; (v) sua desconsideração mascara a verdadeira divisão de poderes entre os administradores e os acionistas, o que apresenta problemas tanto para os acionistas que tentam avaliar os controles da governança corporativa sobre a administração, quanto para os pesquisadores que tentam averiguar a evolução dessa discussão societária no país e no mundo, já que na governança moderna, várias partes do relacionamento entre gestores e acionistas estão justamente nesses documentos de “governança da sombra” (Nili; Hwang, 2020, p. 1132-1133).

Por último, (v) o estudo aprofundado dos mecanismos de governança permite construir um sistema nacional robusto de governança corporativa, vez que (a) olhares atentos e interessados sobre as melhores práticas de governança e proteção de valor podem corroborar com melhores resultados ou, minimamente, com uma exposição menor da empresa a riscos, vez que a adoção de mecanismos de governança corporativa e compliance vem sendo cada vez mais vistos como vantagem competitiva e reputacional¹⁰¹; (b) para além de regras internas ou atendimento a normas externas, a governança é identificada em todas as áreas da empresa e nas formas com que as decisões corporativas são tomadas.

E (c) “discutir o ambiente institucional e a governança de sociedades, a criação de instrumentos financeiros inovadores e o papel das agências de avaliação de riscos, quando muitas vezes o cenário é de incerteza, são questões fundamentais para se buscar prevenir novos eventos tão catastróficos (Oliveira, 2022, p. 9).

¹⁰¹ Exemplo disso são os níveis diferenciados de listagem da Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Quanto à utilização efetiva desses mecanismos, os diversos escândalos financeiros e não-financeiros abarcados a título exemplificativo trazem um questionamento a respeito do *greenwashing* em governança corporativa e, em suma, do seu caráter (não) vinculativo e meramente protocolar¹⁰². Ou seja, a possibilidade de que os documentos sejam utilizados como alavanca reputacional sem que haja efetiva modificação do modo de agir da sociedade¹⁰³.

Nesse sentido, estudos nacionais¹⁰⁴ e internacionais apontam (i) elevado grau de variabilidade no número dos documentos de governança corporativa divulgados por companhias que, por vezes, possuem a mesma exigência em mercados de capitais; (ii) que companhias maiores, medidas pela capitalização do mercado, tendem a divulgar mais documentos de *shadow governance* (Nili; Hwang, 2020, p. 1098); e (iii) que alguns documentos de governança tendem a ser adotados em pares ou conjuntos - “ou, pelo menos, é mais provável que alguns documentos de serem divulgados quando outros documentos também são divulgados¹⁰⁵”

Por isso, o presente estudo se preocupa com a problemática a respeito do *enforcement* e do caráter (não) vinculativo das informações divulgadas ao público¹⁰⁶, mormente a preocupação de que as Políticas de Transações com Partes Relacionadas sejam utilizadas da mesma forma.

2.6. Mecanismos de Governança Corporativa

¹⁰² Teubner (2020, pp. 9-10), por outro lado, discorre a respeito da observância obrigatória dos preceitos, haja vista a latente contradição entre a divulgação desses documentos como normas da companhia e o argumento de serem meras declarações acerca das intenções empresariais. In: *Teubner, Gunther. Politics, Governance, and the Law Transnational Economic Constitutionalism in the Varieties of Capitalism. Global Perspectives. University of California Press. 2020.*

¹⁰³ É o problema da cosmética, situação enfrentada em *Albuquerque, Eduardo Lemos Lins de. Compliance e crime corporativo. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2018* e *Cueva, Ricardo Villas Bôas; Frazão, Ana. Compliance: perspectivas e desafios dos programas de conformidade. Belo Horizonte: Fórum, 2018.*

¹⁰⁴ Para a verificação completa de pesquisa realizada no Brasil, levando em consideração as companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3, ver: *Compliance: entre teoria e prática. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.*

¹⁰⁵ Quanto ao ponto: “Based on this data, it appears that companies choose to disclose a particular type or set of policies. The rationales behind those disclosures, however, may vary. Some companies may have conduct policies but choose not to disclose them. Some policies or sets of policies may be disclosed to answer specific investor requests, or to meet the company’s specific marketing or compliance needs. In other cases, disclosed documents are supplemental to each other, so disclosure of one piece may not make much sense without disclosure of related pieces” (pp. 1119-1120).

¹⁰⁶ Nos documentos considerados para o presente trabalho, encontram-se: Políticas de Transações com Partes Relacionadas, FRE; Relatórios de Sustentabilidade ou ESG, entre outros, desde que tenham por objetivo apresentar informações financeiras e materiais.

As regras de governança corporativa se pautam, em suma, em cinco pilares fundamentais: senso de justiça, eticidade e moralidade, prestação de contas, transparência e obediência a normas legais e regulamentares. Dessa forma, seus mecanismos existem em virtude de três problemas centrais: conflito de interesses, limitações técnicas dos tomadores de decisão e vieses cognitivos de indivíduos e grupos decisórios (Silveira, 2021, p. 48) e funcionam na sociedade de duas formas: (i) mecanismos internos e (ii) externos¹⁰⁷.

Os primeiros são: (a) conselho de administração, o qual atua como guardião de propósitos, valores, cultura, estratégia e sistema de governança da companhia, assegurando o alinhamento desses elementos e a criação de valor compartilhado e sustentáveis aos *stakeholders*, além de atuar como contrapeso da gestão¹⁰⁸; (b) sistema de remuneração, que tem o potencial de influenciar de forma substancial o horizonte temporal das decisões dos executivos, na medida em há o alinhamento dos seus interesses aos da sociedade; e (c) concentração acionária (ou estrutura de propriedade) e atuação dos acionistas, que têm influência direta nos critérios de seleção de administradores, horizonte temporal das decisões e potenciais conflitos de interesses¹⁰⁹.

Todavia, como nem sempre os mecanismos internos são suficientes para garantir as boas práticas de governança corporativa, já que estes podem ser falhos ou fracos (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015, p. 495), surgem, de forma complementar ou alternativa à eficácia dos mecanismos internos de governança corporativa, os mecanismos externos¹¹⁰.

¹⁰⁷ Esses mecanismos se diferenciam, na medida em que nos internos, as boas práticas de governança partem de dentro da firma, ao passo que, nos mecanismos externos, as boas práticas de governança vêm de fora da empresa e a pressionam a agir de forma mais transparente. Porém, apesar da diferenciação, esses mecanismos são utilizados como forma de minimizar conflitos de agência, objetivando tomadas de decisão mais eficazes. Para mais, ver: Bueno, Giovana; Nascimento, Karoline; Lana, Jefferson; Gama, Marina A. Bahia; Marcon, Rosilene. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança* · v. 21 · n. 1 · p.120-141 · jan. /abr. 2018. <https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/mecanismos_externos_de_governanca_corp_orativa_no_brasil.pdf>. Acesso em 28 set. 2023.

¹⁰⁸ Parte da literatura aponta, todavia, que embora este exista para demitir, contratar, monitorar e compensar os gestores, com o objetivo de maximizar o valor da firma, na prática, essas ações são menos claras, pois o presidente da companhia, não raro, também pertence ao conselho de administração, tornando o processo de escolha dos membros do conselho não tão transparente. Além disso, a composição e as ações do conselho nem sempre são claras. Para mais ver: Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). *Connecting the Dots – bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle*. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573. Disponível em: <<https://doi.org/10.5465/19416520.2015.1024503>>. Acesso em 28 set. 2023.

¹⁰⁹ Quanto ao ponto, estruturas acionárias concentradas (sócio majoritário ou bloco de controle) permitem maior monitoramento de executivos, mas podem levar a decisões prejudiciais a acionistas minoritários e stakeholder, ao passo que estruturas mais dispersas tendem a possuir gestão mais profissional e gerar maior liquidez ao acionária, porém pode incentivar o *short-termism* e gerar sistemas de remuneração distorcidos (Silveira, 2021, p. 48).

¹¹⁰ “[P]ode-se dizer que os MEG - mecanismos externos de governança - são tudo aquilo que não é inerente à empresa, mas é inerente à proteção dos investidores por meios externos à firma. Em outras palavras, são instituições formais, no nível país, tais como leis e regulações, jurisprudência, regras econômicas e políticas, códigos de condutas e valores, dentre outros. In: Mendonça, F. F. P.; Martins, H. C.; Terra, P. R. *S.Estrutura de*

Estes podem ser divididos principalmente em: (a) proteção legal aos investidores (ou sistema legal¹¹¹); (b) mercado (grau de competição do mercado ou mercado para controle corporativo); (c) transparência e fiscalização dos agentes de mercado¹¹².

A proteção legal aos investidores refere-se a estruturas e processos usados para aplicar e interpretar leis, normas e princípios existentes (*soft* e *hard law*), estabelecidos por reguladores e autorreguladores. Inclui, portanto, leis, bolsas de valores, instituições, grupos de interesses e sociedade que exercem influência sobre a governança corporativa. Em rol exemplificativo, abrange códigos de governança, relatórios de sustentabilidade, códigos de ética (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015, p. 525) e, nesta toada, as Políticas de Transações com Partes Relacionadas ou as normas regulamentadoras dessas políticas¹¹³.

Quando se trata de governança corporativa, portanto, as normas moldam todas as dimensões de eficácia da governança, vez que (1) estabelecem e impõem legalmente direitos e responsabilidades de diferentes partes interessadas e a proteção de seus interesses; (2) regulam as relações entre partes interessadas, especialmente no que se refere à captura e distribuição da riqueza; (3) exigem a divulgação de informações financeiras e não financeiras, o que é relevante para as partes interessadas existentes e potenciais e (4) definem o objetivo da entidade empresarial (legislação societária), bem como os contratos juridicamente vinculantes, como a constituição de uma empresa familiar ou acordos de acionistas, estabelecem diretrizes específicas sobre qual é o objetivo da empresa e como operar seguindo esses princípios (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015, p. 525).

O mercado, por sua vez, tem influência na conduta de administradores, vez que em ambientes de maior concorrência, as ineficiências relacionadas à governança e, portanto, às exposições a problemas relativos à governança são menores (Silveira, 2021, p. 50). Não bastante, a ameaça de aquisição hostil da companhia (*hostile take over*) e, consequentemente,

Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. RAC, Maringá, v. 23, n. 6, art. 5, pp. 765-785, novembro/dezembro, 2019.

¹¹¹ Conforme nomenclatura adotada por Aguilera; Desender; Bednar; Lee (2015).

¹¹² A literatura também aponta outros dois mecanismos: (d) agências de rating; (e) ativismo dos stakeholders. Todavia, são esparsos os estudos relacionados a esses mecanismos no Brasil e como foge ao escopo do presente trabalho realizar uma pesquisa aprofundada quanto a ambos, eles não serão abordados. Para mais, ver: (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015). Ademais, em estudo bibliométrico sobre o tema, “os estudos com o mecanismo ativismo dos stakeholders correspondem a 2% da amostra, e o ano em que mais houve publicações foi 2008, com 24%. As agências de rating correspondem a 1% da amostra, com estudos nos anos de 2007, 2012 e 2013.” Ver: Bueno, Giovana; Nascimento, Karoline; Lana, Jeferson; Gama, Marina A.Bahia; Marcon, Rosilene. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança** · v. 21 · n. 1 · p.120-141 · jan. /abr. 2018.

¹¹³ Para além disso, é possível dizer que o sistema legal delimita toda a estrutura da empresa por estabelecer direitos e responsabilidades das partes, delimitando também finalidade da empresa, relação com as partes interessadas, regras de falência e de liquidação, a forma de distribuição dos recursos, entre outros aspectos. Ver: Bueno, Giovana; Nascimento, Karoline; Lana, Jeferson; Gama, Marina A.Bahia; Marcon, Rosilene. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança** · v. 21 · n. 1 · p.120-141 · jan. /abr. 2018.

de substituição dos administradores quando a companhia se afasta muito dos valores de mercado que deveria possuir, atua como disciplinador da gerência da companhia no melhor interesse desta, visando evitar possível perda de empregos e danos à reputação gerencial (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015, p. 528)¹¹⁴.

Por último, quando os principais agentes de mercado - analistas de ações, mídia especializada e agências de classificação de crédito - “fiscalizam de perto as atividades e informações divulgadas pelas empresas, menor tende a ser a margem para decisões empresariais destruidoras de valor” (Silveira, 2021, p. 50). A título de exemplo, a mídia pode exercer funções de monitoramento e controle e reduzir a assimetria informacional, aumentando a pressão para que executivos tomem decisões de forma a maximizar o valor da empresa, em detrimento aos seus interesses próprios.

Assim, quando agrupados com o papel de auditoria externa, aumentam o grau de confiança que pode ser depositada nas demonstrações financeiras de determinada companhia, melhorando, por consequência, a qualidade da divulgação de informações contábeis e reduzindo as assimetrias de informações entre os membros internos da empresa e todas as outras partes interessadas, o que, por sua vez, limita a capacidade dos gerentes de manipular informações e extrair riquezas indevidas (Aguilera; Desender; Bednar; Lee, 2015, p. 530)¹¹⁵.

Portanto, em termos de gerenciamento do negócio, a maneira com que regras e normas, princípios relatórios e condutas são materializadas pela conjugação de mecanismos (i) internos e (ii) externos de governança corporativa, ocorre em relação a (i) uma “correlação associação negativa e significativa em relação ao sofrimento financeiro, denotando a relevância dos mecanismos de governança corporativa gerados internamente para com a saúde financeira das companhias analisadas” e que os (ii) sejam responsáveis por mitigar e evitar situações de *financial distress*, na medida em que podem constituir “forma de aumentar a captação de recursos das companhias, tendo em vista a maior credibilidade da empresa no mercado, se tornando mais atrativa a potenciais financiamentos e/ou novos investidores” (Bianchi; Machado; Silva; Venturini, 2020, p. 17)¹¹⁶.

¹¹⁴ Silveira (2021, p. 50) aponta, todavia, que a possibilidade de aquisição hostil “depende da existência de um mercado de capitais desenvolvido, de certa pulverização das ações com direito a voto e da existência de mecanismos defensivos restritivos nas companhias. Em mercados com elevada concentração acionária, como é o caso do Brasil, esse mecanismo de governança não tem existido na prática”.

¹¹⁵ No Brasil, consoante o art. 177, § 3º e 4º: § 3º, da LS, as demonstrações financeiras das companhias abertas devem observar as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - que são elaboradas de acordo com padrões internacionais de contabilidade - e são obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados. Isso demonstra o papel do mecanismo externo de proteção legal em outros mecanismos de governança.

¹¹⁶ Outros estudos empíricos também já foram realizados e chegaram a resultados semelhantes. Para mais, ver: Simpson, W. G., & Gleason, A. E. (1999). *Board structure, ownership, and financial distress*

E (i) e (ii), conjuntamente, formam uma correlação positiva significativa entre a adoção de práticas de governança e indicadores relacionados ao mercado. Ou seja, “empresas com práticas superiores de governança tendem a apresentar melhor rentabilidade operacional e serem negociadas a um prêmio em relação aos pares de mercado” (Camargo, 2019, p. 318).

Nesse contexto, o ESG pode ser encarado como método integrado de gestão de governança corporativa para tratar questões relevantes para *stakeholders*, meio ambiente, fornecedores, entre outros (Franco, 2024, p; 54) ¹¹⁷ e serve de base da governança para suas iniciativas, práticas e projetos¹¹⁸, podendo (1) operar como importante ferramenta de acesso ao crédito (Pinheiro, Franco e Narciso, 2025, p. 5) e rentabilidade operacional ou (2) não operar nesse sentido, já que (i) executivos podem melhorar uma medida de desempenho social ou ambiental mesmo quando estão cientes de que isso não melhora os resultados sociais ou ambientais reais e (ii) há discordância sobre a medição de desempenho ESG, considerando a (a) imperfeição da medição e (b) ausência de consenso sobre a metodologia de medição¹¹⁹¹²⁰.

in banking firms. *International Review of Economics & Finance*, 8(3), 281–292.; Shahwan, T. M. (2015). *The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 641–662.; Coelho, É. G. (2016).

Financial distress e os mecanismos de governança corporativa: um estudo em companhias brasileiras de capital aberto (Dissertação de mestrado). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR; Governance and Performance in Emerging Markets. IFC/World Bank: Corporação Financeira Internacional. Banco Mundial (2018); Maranhão e Leal (2018). Corporate governance and firm performance in Latin America: a meta-analysis.

¹¹⁷ Conforme o Conselho Empresarial Mundial para o Desenvolvimento Sustentável (WBCSD), os relatórios de sustentabilidade são documentos públicos elaborados pelas companhias para fornecer às partes interessadas internas e externas uma imagem da posição e das atividades da companhia nas dimensões econômica, ambiental e social (WBCSD, 2002, p. 8).

¹¹⁸ Nesse contexto, o ESG “visa garantir coesão entre a realização da sociedade empresária e objetivos desta, determinando padrões e critérios pelos quais se estabelece a cultura organizacional” (Pinheiro, Franco e Narciso, 2025, p. 5).

¹¹⁹ Para mais, ver: Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation* (March 1, 2022). *Journal of Corporation Law*, Volume 48, 2022, pp. 37-75. Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022-10, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 671/2022, Disponível em:

<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4048003>. Edmans, A., 2023. *The end of ESG*. *Financial Management*, 52, 3-17. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4221990>. Acesso em 15 fev. 2025.

¹²⁰ Esse é o motivo pelo qual a presente pesquisa busca conectar ESG, TPRs e Governança a partir de documentos específicos.

3. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

3.1. Discussões em torno das transações com partes relacionadas

A discussão a respeito de “partes relacionadas” é feita há muito tempo no campo do direito societário, não só pela complexidade da matéria e da multiplicidade dos enfoques que é possível lhe dar¹²¹¹²², como também por envolver a discussão a respeito de conflito de interesses, tema em constante discussão a nível nacional e internacional.

A título de exemplo, em 2003 a Mesa Redonda do *White Paper on Corporate Governance in Latin America* já destacava a questão da divulgação de transações com partes relacionadas como uma das seis principais prioridades para atenção contínua¹²³.

Seguindo essas discussões, a *Latin American Corporate Governance Roundtable* - Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa - estabeleceu uma força tarefa em 29 e 30 de novembro de 2011 para discutir sucessos e desafios envolvidos no desenvolvimento de estruturas eficazes para evitar o abuso de transações com partes relacionadas e ter um impacto no aprimoramento dessas estruturas e práticas empresariais, desenvolvendo informações e recomendações específicas para os países latino-americanos participantes (OCDE, 2012, p. 1).

Algumas perguntas nortearam o esforço por maiores informações, discussões e recomendações específicas para cada país. Dentre elas: (1) os limites de materialidade para quando as TPRs devem ser revisadas em nível de diretoria são definidos em níveis apropriados? (2) O que mais os órgãos reguladores poderiam ou deveriam fazer para tentar

¹²¹ Sem prejuízo de outros enfoques, o presente trabalho abordará as TPRs a partir da perspectiva da governança corporativa e da teoria da agência, mormente porque esta aborda a incompletude dos contratos, custos de transação e a necessidade de mecanismos para resolver lacunas pré e pós contratuais. Para mais informações, ver: Campos, Susana; Costa, Raquel. *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, set./dez. 2018. UNEB, Salvador/BA

¹²² Não sem razão, a OCDE dispôs que “[a]round the world, the potential for abuse of related party transactions (RPTs) is viewed as an important policy issue, which is why it is addressed extensively in the Principles. The key Principles concerning related party transactions are spread across several Chapters including: The Equitable Treatment of Shareholders (III.A.2 and III.C); Disclosure and Transparency (V.A.5); and The Responsibility of the Board (VI.D.6). In addition, the individual principles noted above are underpinned by more general duties of the board (VI.A and VI.B)”. Disponível em: <

<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264203334-en.pdf?expires=1726928066&id=id&accname=guest&checksum=2B778E7AF65C202FB4103492B736B2DD>>. Acesso em 21 set. 2024

¹²³ Na ocasião, a Mesa Redonda afirmou “*Ensuring the Integrity of Financial Reporting and Improving the Disclosure of Related Party Transactions. National accounting standards should be brought into compliance with International Financial Reporting Standards and the quality of the financial reporting process should be assessed with a view to eliminate conflicts of interest. The disclosure of related party transactions and potential conflicts of interest in such transactions should also be improved and supported by better information about corporate ownership and control structures*”.

garantir o tratamento justo dos acionistas com relação às transações com partes relacionadas? (a) Oferecer orientação sobre os procedimentos adequados para a análise de TPRs pelo Conselho ou pelos acionistas? (b) Buscar alterações nos códigos nacionais voluntários de governança corporativa para promover as melhores práticas? (c) Analisar as TPRs em determinados casos com o objetivo de certificar se foram realizadas em condições normais de mercado? (d) Exigir opiniões justas ou capacitar acionistas minoritários ou diretores independentes a solicitar tais avaliações independentes?

Não bastante: (3) Deveria haver um papel maior para as soluções privadas (ações de acionistas, resolução alternativa de disputas, recomendações voluntárias de melhores práticas etc.)? (4) Levando em conta que há custos associados a uma maior regulamentação em qualquer área de atividade econômica, existe o perigo de regulamentação excessiva das TPRs e, portanto, deveria haver maior confiança nas forças de mercado? (5) Existe alguma experiência positiva na região (ou em outro lugar) com soluções de aplicação privada e jurisprudência em relação a transações abusivas com partes relacionadas que possam ser aproveitadas?

Quanto ao Brasil concluiu-se que: (i) TPRs são fonte potencial e significativa de tratamento desigual e destruição de valor para acionistas minoritários; (ii) inexistem estatísticas abrangentes sobre os tipos mais predominantes de TPRs entre as companhias abertas brasileiras¹²⁴; (iii) IBGC, CVM e AMEC registraram desapontamento com a qualidade dos relatórios de TPRs por empresas brasileiras em seus FRE. Em particular, as respostas desses membros da Força-Tarefa Brasileira citaram a agregação excessiva de transações nas divulgações, a opacidade com relação aos beneficiários finais e às partes relacionadas e a referência incompleta aos parâmetros de referência usados para determinar a equidade das transações individuais (incluindo justificativa para os parâmetros de referência selecionados).

Em continuação, (iv) as leis brasileiras não estabelecem procedimentos específicos a serem seguidos na negociação e aprovação de tais TPRs, embora haja Pareceres e algumas leis para orientar como os conselheiros podem cumprir seus deveres fiduciários em casos de

¹²⁴ “Members of the Brazilian Task Force were not aware of comprehensive statistics on the most prevalent types of RPTs among Brazilian listed companies. The IBGC’s response to the questionnaire quoted one study¹³ that had to be limited only to Novo Mercado companies because the data available from other firms through Reference Form reporting (discussed below) was incomplete and presented in confusing and inconsistent fashion. In the absence of hard statistics, CVM surmises that inter-company loans are the most frequent type of RPT among listed companies in Brazil. AMEC cited loan guarantees, management contract fees and licensing of corporate brands as among other frequent (and sometimes problematic) RPTs. However, members of the Brazilian Task Force generally agreed that the experiences of recent years indicate that those related party transactions that present the greatest potential for abuse are those involving corporate reorganizations (including mergers, acquisitions and spin-offs) involving parent and subsidiary companies or companies under common control.” (OCDE, 2012, p. 21)

fusões e aquisições envolvendo empresas controladoras e suas subsidiárias, ou empresas sob controle comum; (v) casos de TPRs demonstraram que a conformidade técnica com os requisitos do Parecer nº 35 da CVM não era garantia de tratamento justo dos acionistas minoritários. Neste aspecto, o IBGC sugeriu que o comitê independente previsto no Parecer seria mais eficaz e confiável se sua composição fosse discutida antecipadamente com os acionistas minoritários e o representante da AMEC expressou a opinião de que, “a menos que o trabalho dos comitês independentes e dos avaliadores seja conduzido de forma estruturada e transparente, esses mecanismos podem servir como uma cortina de fumaça” (OCDE, 2012, p. 23).

Tanto a AMEC quanto o IBGC entenderam que (vi), embora haja disposições na Lei de Sociedades Anônimas (LSA) proibindo o voto do acionista em deliberações que possua interesse particular ou conflitante com o da companhia, não há clareza suficiente sobre o escopo dessa exigência, fazendo com que controladores a evitem por motivos técnicos; e (vii) há a necessidade de regras mais explícitas e concretas na legislação, nos regulamentos da CVM e nos códigos corporativos.

Para tanto, estabeleceram consenso a respeito dos próximos passos, à época, para a regulação da matéria no Brasil, o que incluía: (a) melhorar e coordenar, por parte da CVM, os sistemas de informação e automatização dos procedimentos relacionados ao tema; (b) melhorar a qualidade da divulgação de informações¹²⁵, para que inclua o máximo de detalhes de cada transação e as medidas tomadas para assegurar uma determinação independente de sua equidade; (c) necessidade de intensificação, pelas entidades reguladoras do mercado, dos esforços para insistir em uma transparência mais coerente e completa por parte das empresas que atualmente cumprem o mínimo permitido (ou menos)¹²⁶, considerando que “se as melhorias em matéria de transparência dos preços de transferência não forem bem sucedidas, poderá ser conveniente reavaliar o atual quadro jurídico/regulamentar” (OCDE, 2012, p. 26).

De lá para cá, o aspecto substancial das discussões a respeito das TPRs se mantém. Por isso, a regulação do tema é central para assegurar (a) proteção efetiva dos acionistas não controladores, (b) desenvolvimento do mercado de capitais e (c) governança sadia das

¹²⁵ Na ocasião, “While some members of the Brazilian Task Force (notably the CVM) believe the current legal framework for disclosure is adequate, no member expressed satisfaction with the current quality and consistency of RPT disclosure by companies across the market.”. (OCDE, 2012, p. 26).

¹²⁶ Quanto ao ponto, observa-se que a Resolução nº 80 da CVM, de 29 de março de 2022 caminha nesse sentido, obrigando as companhias, observados alguns requisitos, a manterem, em seus sites eletrônicos, por pelo menos, 3 (três) anos, contados da data de divulgação, informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Vide art. 14, além de exigir, em alguns casos, que os arquivos sejam pesquisáveis (art. 22, §6; 32, § 7º ; 34, §3º). Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>>. Acesso em 31 ago. 2024.

organizações empresariais, haja vista o impacto positivo para seus *stakeholders* (Camargo, 2019, p. 11)¹²⁷.

3.2. Conceitos e características de transações com partes relacionadas

A partir de sua definição pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), - no Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) -, essas transações representam “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida” (CVM, 2010, p. 4)¹²⁸. Todavia, esse não é um conceito unívoco, podendo ser encontradas outras definições¹²⁹.

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

E as TPRs, por seu turno, constituem negócios jurídicos - contratos¹³⁰ - envolvendo organizações vinculadas entre si por relações societárias preexistentes, capazes de incentivar, dentre outros, investimentos estrangeiros em grupos econômicos no mercado global. Tem-se portanto, que, de um lado, a celebração de contratos ou acordos entre uma companhia e pessoas - jurídicas ou físicas - ligadas a ela (in)diretamente pode ser eficiente do ponto de vista de negócios, principalmente em conglomerados econômicos.

¹²⁷ O que justifica o esforço do presente trabalho de analisar padrões de relatórios internacionais que envolvam sustentabilidade e divulgação de informações financeiras, a fim de verificar se esses podem atingir algumas respostas feitas na *Latin American Corporate Governance Roundtable*.

¹²⁸ Para estes efeitos, considera-se pessoa relacionada com a entidade que reporta a informação, aquela que: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação

¹²⁹ A título de exemplo, Camargo (2019, p. 76), define as transações entre partes relacionadas “como toda e qualquer relação contratual, formal ou não, estabelecida entre pessoas físicas e jurídicas ligadas a um grupo de fato, que se manifestem por força de um poder de controle advindo de uma já existente relação societária, contratual, gerencial ou pessoal (familiar ou relativa a qualquer outro vínculo afetivo), cuja influência traz, na prática, uma unidade econômica nas ações e no processo de tomada de decisões que afeta o agrupamento empresarial como um todo”. Já o IBGC (2019, p. 1), por sua vez, dispõe que se tratam de “um fenômeno empresarial muito comum no Brasil – as relações de negócio e/ou comerciais mantidas entre acionistas e/ou administradores com a sociedade de que fazem parte (transações com partes relacionadas), significativas e realizadas com frequência, sobretudo em empresas de controle familiar”

¹³⁰ “Tradicionalmente, transações com partes relacionadas são contratos que envolvem, de um lado, a companhia e, de outro, direta ou indiretamente, os seus acionistas controladores ou seus administradores (Dias, 2014, p. 123).

E de outro lado, que essas operações consubstanciam um potencial para abusos e geração de benefícios privados pelos agentes decisórios¹³¹ - em sua maioria, acionistas controladores administradores -, podendo gerar extração de riqueza em detrimento dos acionistas minoritários, distorcendo a concorrência (Milhaupt, Pargendler, 2018, pp.2-7).

Há, dessa forma, um binômio de natureza eminentemente econômica, (i) busca da eficiência, de um lado, entendida como a otimização da razão entre os recursos que são empregados, os resultados alcançados e o retorno para o investidor e (ii) busca da preservação dos interesses de outras partes interessadas relevantes (tais como acionistas minoritários, sociedade civil, reguladores), de outro (Pacces, 2018, p.3), que chama a atenção da governança corporativa, mormente pela necessidade de assegurar a proteção efetiva de acionistas não controladores e impactos para *stakeholders*.

Nesse contexto, visando à superação do *trade-off* entre eficácia e eficiência das TPRs, criam-se regras para lidar com essas transações e com os conflitos de interesses subjacentes, (Pacces, 2018, p. 1), objetivando, em suma, mitigar o risco de que essas transações ocorram em condições e termos prejudiciais ao interesse da companhia como um todo (Camargo, 2019, p. 73).

As preocupações em torno do tema giram, pois, no fato de que as TPRs podem não ser realizadas a preços de mercado e no risco de que a empresa - por seus controladores corporativos - tome decisões que não se destinam a promover os interesses de todos os seus acionistas, ou que não promovam os interesses dos acionistas de forma alguma (Skog, 2021, p. 698)¹³². Nesses casos, uma das entidades possui a “capacidade de afetar as políticas financeiras e operacionais da investida por meio de controle pleno, controle compartilhado ou influência significativa” (CVM, 2010, p. 3).

Para que uma TPR seja válida e legítima, ela deve ser razoável, justificada e equilibrada, ou seja, contratada em bases justas e condições de mercado. Geralmente, tais elementos resultam da negociação entre partes independentes. Por isso, o aspecto sensível das TPRs reside na ausência dessa independência negocial. Muitas vezes, uma das partes é capaz de influenciar na formação da vontade da outra. Por esta razão, TPRs podem implicar elevados custos de monitoramento e levar ao favorecimento indevido de partes relacionadas, em detrimento do interesse da companhia (IBGC, 2014, p. 9).

¹³¹ Em casos de oportunidade comercial, as partes relacionadas podem aproveitar negócios que deveriam ter sido ofertados à companhia. Como exemplo, tem-se a aquisição pessoal da Pepsi-Cola pelos executivos de outra empresa de bebidas (Armour, et al, 2018, p. 280).

¹³² Dessa forma, “potential scenarios involve transactions which are instead envisioned to promote the interests of members of the company’s board of directors or management, or transactions which are designed to promote the interests of only one or several shareholders in particular” (Skog, 2021, p. 698).

Por outro lado, as TPRs podem ser eficazes, quando capazes de parar as transações que diminuem valor¹³³ e eficientes, quando capazes de permitir que as negociações que aumentam o valor prossigam, especialmente quando motivadas pela economia de custos da transação¹³⁴. É isso que exemplifica o binômio de natureza eminentemente econômica ressaltado anteriormente.

Não suficiente, podem ser a única espécie de contratação disponível¹³⁵, corroborar para um cumprimento mais efetivo dos termos pactuados e abarcar vantagens tributárias¹³⁶ (Dias, 2014, pp. 126-128). Além disso, podem ser utilizadas na preservação da posição dominante de um determinado produto no mercado, e estabelecer certas rotinas no cotidiano da gestão empresarial, por poder contemplar etapas específicas de uma dada cadeia de produção, dentre outros (Camargo, 2019, pp. 73-74).

Deve-se ter em mente, todavia, que as transações entre empresa e partes relacionadas nem sempre são, por si só, problemáticas - no sentido de serem sempre ou frequentemente prejudiciais à coletividade dos acionistas. Muitas transações com partes relacionadas são realizadas diariamente em benefício dos acionistas, principalmente dentro de grupos de empresas¹³⁷. O problema surge quando uma empresa realiza uma transação com parte relacionada incompatível com o interesse dos acionistas em maximizar o valor da empresa; é o que ocorre quando a transação não é deliberadamente realizada em termos e condições de mercado para beneficiar, direta ou indiretamente, a parte relacionada (Skog, 2021, p. 698).

¹³³ O caso do Grupo Americanas (2023) demonstra que a “empresa não cumpriu os requisitos de auditoria estipulados pelo regulamento da B3, infringindo as competência de avaliação, monitoramento e recomendação à administração para ajuste ou aperfeiçoamento das diretrizes internas da empresa, incluindo a política de transações entre partes relacionadas, conforme previsto pelo Regulamento do Novo Mercado”. Disponível em: <<https://periodicos.uniateneu.edu.br/index.php/razao-contabeis-e-financas/article/view/668/446>>. Acesso em 28 fev. 2025.

¹³⁴ A título de exemplo, as TPRs são positivas quando “são utilizadas para preservar a posição dominante de um certo produto no mercado ou rotinizar certas rotinas dentro de um grupo, justamente para contemplar fases específicas de uma determinada cadeia de produção” (Camargo, 2019, p. 74).

¹³⁵ É o que ocorre, por exemplo, quando “uma mineradora descobre uma nova mina e, para explorá-la, depende da construção de um trecho de ferrovia que a ligue a um porto. É possível e, na verdade, provável que não haja uma companhia ferroviária interessada em investir em tal trecho e que a única opção seja que a própria mineradora faça os investimentos necessários à construção do trecho de ferrovia que viabilizará a exploração da nova mina”. Para tanto, a mineradora “provavelmente procurará um parceiro com tais habilidades. Dessa situação é possível que nasça uma companhia de controle compartilhado (“joint venture”)”. E esse contrato a ser firmado será uma TPR (Dias, 2014, pp. 127/128).

¹³⁶ No Brasil, empréstimos entre companhias do mesmo grupo não são sujeitos ao Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) (Dias, 2014, p. 128; Camargo, 2019, p. 74).

¹³⁷ E, dentre os diversos tipos contratuais praticados entre partes relacionadas, podem-se destacar, em rol exemplificativo: (a) compra e venda de produtos; (b) alienação ou transferência de bens do ativo; (c) novação de obrigações; (d) prestação de serviços; (e) prestação de garantias; (f) empréstimos ou adiantamentos (mútuos); (g) comodatos com recebíveis; (h) transferências de know-how e tecnologia; (i) compartilhamento de infraestrutura ou estrutura; e (j) patrocínios e doações (IBGC, 2019, p. 2)

Pode-se afirmar que, de acordo com a literatura, há duas teorias para explicar e justificar o uso das TPRs: (1) hipótese de conflitos de interesses ou transações simples¹³⁸ e (2) hipótese de transações eficientes ou complexas.

Segundo a visão de conflito de interesses, as transações com partes relacionadas comprometem a responsabilidade de agência da gerência para com os acionistas ou a função de monitoramento do conselho de administração (Gordon, *et al.*, 2004, p. 4), e são negócios potencialmente prejudiciais, vez que parte-se do pressuposto de sua realização em interesses de administradores e como forma de expropriação de acionistas minoritários (Silveira *et al.*, 2008, p. 5)¹³⁹.

A perspectiva alternativa, de transações eficientes, defende que as transações com partes relacionadas atendem às necessidades econômicas subjacentes da empresa entre as partes que desenvolveram confiança e compartilharam informações privadas (Gordon *et al.*, 2004, p. 4), partindo-se do pressuposto de que são trocas eficazes e favoráveis à companhia, e utilizadas para impulsionar o valor e o desempenho das empresas (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 102), na medida em que reduz a assimetria informacional e, por consequência, o custo de agência¹⁴⁰. Não bastante, parte da ideia de que as TPRs podem minimizar os custos de transação e contribuir positivamente para o valor da firma (Gordon *et al.*, 2004, p. 33)¹⁴¹.

As duas visões alternativas têm implicações significativamente diferentes para a governança corporativa. Na perspectiva de conflito de interesses, essas transações comprometem a responsabilidade e a função de monitoramento do conselho de administração. Assim, empresas com governança corporativa mais fraca tendem a realizar mais dessas transações, resultando em retornos financeiros menores (Henry *et al.*, 2007, p. 28).

Nesse caso, as transações podem ser prejudiciais aos acionistas, representando uma forma de expropriação de recursos. A remuneração do CEO, a participação de grandes acionistas, o tamanho e a composição do conselho de administração, bem como conselhos

¹³⁸ “Exemplo disto seria o contrato entre empresas sob o mesmo controle sem exigência de garantias para sua execução (algo muitas vezes inviável via mercado), bem como a inexistência de assimetria de informações entre os contratantes e do risco da quebra do contrato.” (Silveira *et al.*, 2008, p. 5).

¹³⁹ “In general, the view that related party transactions represent a conflict of interest is consistent with agency issues similar to those considered by Berle and Means (1932) and Jensen and Meckling (1976)” (Gordon, *et al.*, 2004, pp. 8-9).

¹⁴⁰ É o que ocorre, por exemplo, quando os relacionamentos entre partes relacionadas são usados como meio de sustentação diante de dificuldades financeiras, fortalecendo um mercado interno no grupo de empresas (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 103).

¹⁴¹ Não bastante, outros trabalhos já foram desenvolvidos no sentido de identificar que essas transações são naturais nos negócios, (E Gordon, E Henry, T Lauwers, B Reed. Auditing related party transactions, a literature overview and research synthesis Accounting Horizons, volume 21, issue 1, p. 81 - 102 Posted: 2007); parte integrante de contratos eficientes e permitem trocas comerciais sólidas e satisfazem com eficiência as necessidades econômicas das empresas (Pizzo, M. Related party transactions under a contingency perspective. J Manag Gov 17, 309–330 (2013)).

menores e maior separação entre o CEO e Presidente do Conselho está, segundo essa visão, associada a uma redução das transações com partes relacionadas, sugerindo que governança mais forte mitiga esses conflitos (Gordon *et al.*, 2004, pp. 6-11).

Já na hipótese de transações eficientes, estas atendem a necessidades econômicas específicas da empresa, como o acesso a conhecimentos especializados¹⁴² ou formas alternativas de remuneração. Nesse cenário, não haveria necessidade de maior monitoramento, e tais transações não teriam impacto adverso sobre os acionistas. Mesmo assim, empresas podem optar por fortalecer a governança para evitar a aparência de conflitos de interesses. Para tanto, haveria uma associação positiva entre governança corporativa mais forte e as transações com partes relacionadas, como um mecanismo de controle (Gordon, *et al.*, 2004, p. 10);

Considerando a primeira hipótese, o IBGC dispõe que, na negociação de TPRs, o interesse da parte relacionada é distinto do da sociedade. A primeira quer receber o maior preço, enquanto a segunda deseja pagar o menor, por exemplo. Para tanto, dispõe que devem existir mecanismos que assegurem efetividade e independência ao processo negocial e decisório, bem como comutatividade ao resultado alcançado, com o objetivo de evitar-se o favorecimento indevido da parte relacionada em detrimento do interesse da sociedade (IBGC, 2014, p. 10).

A partir desse contexto, toda vez que escândalos corporativos¹⁴³ surgem, mercado, Estado, reguladores e autorreguladores se deparam com o desafio de identificar, punir e interpretar tais transações (Camargo, 2019, p. 75). Observa-se, nesse cenário, a ausência de consenso sobre a melhor política a ser adotada: apostar nas regras, critérios e princípios elaborados e seguidos pelo próprio mercado ou ter normas jurídicas gerais e dotadas de coercitividade estatal, padronizando tais regras e princípios para todos os agentes do mercado (Camargo, 2019, p. 24)¹⁴⁴. Por outro lado, há um certo consenso de que a melhor forma é o

¹⁴² “For instance, say a non-executive director possesses an in-depth knowledge of firm-specific activities as well as an expertise that the company demands such as legal expertise. Then it could be more effective for the company to engage the related party to provide the service than an outsider. Because the nonexecutive director possesses an in-depth knowledge of the firm, information asymmetries are reduced and contracting enhanced. Not only is the company obtaining needed services, but engaging the director to provide the services can solidify the director's economic bond to company and escalate the director's commitment” (Gordon, *et al.*, 2004, p. 9).

¹⁴³ Recentemente, o escândalo envolvendo o “Grupo Americanas” (2023), que possuía um sistema de governança corporativa robusto considerado robusto e qualitativo, inclusive em relação a sua listagem no segmento do Novo Mercado até 8 de novembro de 2023, reacendeu a discussão a respeito das fraudes contábeis descobertas e serviu de alerta para investidores que tomam decisões baseadas em segmentos de listagem.

Disponível em:

<<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-07/caso-americanas-expoe-limites-da-regulamentacao-do-mercado-financeiro>>. Acesso em 20 set. 2024.

¹⁴⁴ Ademais, o estudo do tema apresenta algumas dificuldades: “as regras sobre grupos e relações entre partes relacionadas normalmente não se apresentam de forma consolidada, tendo regimentos esparsos” e “estratégias

equilíbrio entre mecanismos de autorregulação e regulação, considerando a multiplicidade de regras de governança corporativa e as diferenças culturais e institucionais existentes no mundo, já que o controle de mercado remete à política econômica aplicada por cada Estado (Pinheiro, Soares, 2022, p. 231).

Todavia, embora o esforço conjunto de regulação e autorregulação seja relevante para abarcar a complexidade do mercado de capitais, a coordenação do próprio mercado pela via concorrencial e conduzir a normas de maior qualidade e precisão - o que resulta em maior legitimidade e aderência -, essa conjunção de esforços também apresenta obstáculos, tais como a administração do processo de coordenação, atividades que assegurem a fiscalização, entre outros (Pinheiro, Soares, 2022, pp. 234-236).

Não bastante, apesar de, em tese, a autorregulação, por vezes, permitir simultaneamente (i) a redução dos custos decorrentes de sua internalização pelo autorregulador, reduzindo despesas estatais, e (ii) a possibilidade de duplicidade de normas e a necessidade de fiscalização (Pinheiro, Soares, 2022, p. 235), isso nem sempre reflete a realidade, ao menos não em termos de conflito de interesses e transações com partes relacionadas.

Isso porque, em termos de TPRs, ainda persiste a sobreposição de informações (auto)regulatórias¹⁴⁵ e, em termos de conflito de interesses, a autorregulação apresenta esse risco, tendo em vista que, em virtude de sua natureza privada, pode privilegiar interesses da classe que a institui, afetando não só a definição clara de seus objetivos, como também o rigor de aplicação das normas (Pinheiro, Soares, 2022, p. 236)

Assim, mesmo que o desenvolvimento de tecnologias tenha favorecido a uma coordenação de mercado que ultrapassa fronteiras nacionais para considerar aspectos normativos internacionais¹⁴⁶, tais como os padrões de relato que vêm sendo adotados por reguladores, entende-se, no presente trabalho, que essa conjugação de esforços precisa ser analisada sob o ponto de vista crítico.

regulatórias variam muito sobre o tema, mesclando-se regras regulatórias e autorregulatórias, no mais das vezes díspares entre si” (Camargo, 2019, p. 33)

¹⁴⁵ Para tanto, ver item 5.3.2 do Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, com sobreposição normativa pelo item 16 do FRE, consoante tópico “Diretrizes e melhores práticas em termos de Transações com Partes Relacionadas” deste Capítulo.

¹⁴⁶ “[...] it also denotes a world where regulation is increasingly a hybrid of different systems of control, where statist regulation coevolves with civil regulation, national regulation expands with international and global regulation, private regulation coevolves and expands with public regulation, business regulation coevolves with social regulation, voluntary regulations expand with coercive ones and the market itself is used or mobilised as a regulatory mechanism”. LEVI-FAUR, David. Regulatory Capitalism. In: **Regulatory Theory: Foundations and applications**. Peter Drahos (org.), p. 293, 2017.

Além disso, o presente trabalho deixa aberta a possibilidade de que as transações com partes relacionadas sejam prejudiciais ou benéficas, utilizando-se instrumentos de governança corporativa para garantir que haja padronização de informações a fim de que os usuários de demonstrações financeiras tenham acesso a essas informações e possam tomar suas decisões de investimento.

Porém, como investidores e usuários de relatório “ainda que tenham informação disponível, nem sempre conseguem fazer essa distinção entre boas e más práticas e refletir essa informação no preço” praticado na TPR analisada¹⁴⁷, essa seleção de melhores práticas - ou, em outros termos, a verificação de TPRS benéficas ou prejudiciais - pode e deve ser facilitada por mecanismos de seleção (Dias, 2014, p. 125). Esse é o papel de reguladores, órgãos autorreguladores e definidores de padrões¹⁴⁸¹⁴⁹, como ISSB, GRI e SASB, por exemplo.

3.3. A definição de parte relacionada

Acima, definiu-se, resumidamente, partes relacionadas como pessoas que tomam decisões para uma empresa e aumentam a possibilidade de conflito de interesses. Todavia, uma parte relacionada pode ser uma entidade, uma pessoa física e até mesmo um negócio sem personalidade jurídica própria (*unincorporated business*) (PWC, 2011, p. 160).

Na Resolução CVM nº 94/2022¹⁵⁰, que aprova a Consolidação do Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, que trata de divulgação sobre partes relacionadas, parte relacionada é:

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

¹⁴⁷ Dentre as razões para tanto estão a dificuldade e os custos de coleta de dados, processamento e interpretação dessas informações.

¹⁴⁸ Para mais, ver: Gordon, *et al.*, 2004.

¹⁴⁹ “The effect of R.P.T.s is that they increase the role of policy-makers and auditors to control harmful R.P.T.s and facilitate R.P.T.s which increase firm's efficiency”. In: Rasheed, P. C. A., Mallikarjunappa, T., & Thomachan, K. T. (2019). Promoter ownership, related party transactions and firm performance: A study among selected companies in India. FIIB Business Review, 8(3), 205–217. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/2319714519834400>>. Acesso em 12 set. 2024.

¹⁵⁰ Revoga a Deliberação CVM nº 642/2010.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada: (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si); (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro); (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade; (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade; (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a); (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade); (viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece serviços de pessoal chave da administração da entidade que reporta ou à controladora da entidade que reporta (CVM, 2022, pp.4-5).

Verifica-se que a definição é bastante detalhada e técnica. Para efeitos didáticos, portanto, resumindo a ideia, pode-se conceituar parte relacionada como: (i) pessoa natural se for controladora ou fizer parte do bloco de controle, ou tiver influência significativa sobre a companhia ou for membro da administração; e (ii) pessoa jurídica se: (a) for membro do mesmo grupo econômico; (b) for controladora, coligada ou controlada da companhia ou de um membro do grupo econômico da companhia; (c) estiver sob controle conjunto, ou se o controlador da companhia tiver influência significativa sobre essa pessoa jurídica ou for membro da administração dessa pessoa jurídica; ou (d) for um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados da companhia (Dias, 2014, p. 179).

3.4. Grupos e Transações com Partes Relacionadas

Em atenção à definição de TPRs dada pelo Pronunciamento Técnico CPC 05, conforme ressaltado anteriormente, observa-se haver a referência a “pessoas” ou “entidades” interligadas em razão de controle - pleno ou compartilhado - e influência capaz de afetar políticas financeiras e operacionais uma das outras (CVM, 2010, p. 4), configuração que evidencia a remissão aos grupos societários¹⁵¹.

¹⁵¹ Os arts. 265 e 267, ambos da LSA vão estipular o que são grupos, consoante Capítulo XXX - Grupo de Sociedades, trazendo “a noção de que essa forma de agrupamento empresarial é fruto da evolução de um crescente inter-relacionamento de sociedades que buscam combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos sociais, conservando sua personalidade jurídica própria” (Camargo, 2019, p. 69).

De maneira geral, as transações com partes relacionadas existem em razão da formação prévia de grupos que possuem relações contratuais, formais ou não, entre si. Assim, em virtude do seu conceito plurívoco¹⁵², para fins do presente trabalho, grupo é uma:

[F]orma de estruturação econômica, formal ou informal, entre pessoas dotadas ou não de personalidade jurídica, independentemente da atividade a que se dedicam, podendo se manifestar por meio de participações societárias entrelaçadas das mais variadas formas e desenhos organizacionais, pela realização de negócios jurídicos entre si gratuitos ou onerosos ou até mesmo pela participação de pessoas naturais para exercer cargos administrativos na estrutura alheia, sempre com o intuito de ter, em comum, direção, unidade econômica conjunta e objetivos comuns. Tal conceito abarca, portanto, relações de coligação, controle e influência na tomada de decisões que envolvem todos os participantes do grupo (Camargo, 2019, p. 58)¹⁵³.

Em especial nos grupos de fato¹⁵⁴, ante a ausência de regramentos formais e parâmetros claros e objetivos para evitar TPRs abusivas e lesivas aos interesses dos não detentores de poder decisório em agrupamentos empresariais, o presente estudo torna-se ainda mais relevante. Por outro lado, não é objetivo do presente trabalho focar na dinâmica de cada grupo em específico, mas tão somente cientificar o leitor acerca de algumas peculiaridades envolvidas nessas transações.

A diferenciação entre grupos de fato e de direito pode importar em uma governação da sociedade de forma diferente. Enquanto os grupos de direito podem ser organizados por um modelo de governança híbrido, com a preservação de autonomia, em alguns aspectos para a controlada - tais como o poder de veto - os grupos de fato, em sua grande maioria, enquadram-se no modelo de hierarquia¹⁵⁵.

¹⁵² As transações com partes relacionadas também podem ser definidas como “operações nos quais as partes relacionadas, como conselheiros e acionistas controladores, negociam com a companhia - contratação com conflito de interesses (*self-dealing*) e remuneração dos administradores - e os negócios nos quais as partes relacionadas podem apropriar-se de valor pertencente à companhia - aproveitando oportunidades comerciais e negociando ações da companhia (Armour, et al, 2018, p. 279)

¹⁵³ Não bastante, os grupos também podem ser definidos como “estruturas com diferentes companhias sob um controlador comum, que pode ser os acionistas da companhia dominante, coalizões de acionistas controladores ou até seus acionistas” (Kraakman *et al.*, 2018, p. 225).

¹⁵⁴ É importante, neste ponto, distinguir os grupos de direito dos grupos de fato. Enquanto os primeiros se constituem via “convenção grupal firmada pelas sociedades que o formam e, em virtude do contrato, é legitimada a unidade econômica de todas elas”, os segundos “decorrem do mero exercício do poder de controle, direta ou indiretamente, pela controladora nas sociedades controladas”, recebendo tratamento jurídico como se fossem independentes (Prado, 2005, p. 05).

¹⁵⁵ Rosenvald e Oliveira (2023), discorrendo sobre a governança nos grupos societários, dispõem que, na governação existe a possibilidade de fazê-la por meio do direito contratual, considerado “suficiente quando todas as partes em uma dada relação decidem sobre os seus próprios interesses” e por meio do direito fiduciário, necessário “quando uma ou mais partes de uma dada relação possuem autoridade de decisão sobre interesses alheios, proteção jurídica adicional deve ser fornecida” a fim de canalizar as decisões por meio da imposição dos deveres fiduciários. In: ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. *Governança nos grupos societários: inovações*. 1. ed. Indaiatuba: Foco, 2023. E-book. Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em 30 out. 2023.

O art. 265, da LSA, quanto ao ponto, possibilita que o grupo de direito tenha algumas prerrogativas, tais como a cessão da posição negocial em prol do grupo que, além das restrições oriundas da convenção grupal, enfrente limites estabelecidos por lei - Capítulo XXI, da LSA - e regulação - tais como a CVM, em companhias abertas.

Já em relação aos grupos de fato, não é admissível qualquer tipo de vantagem de uma companhia em relação à outra. Neste sentido, suas relações devem ser tratadas como interempresariais, exercendo influência dentro do contexto de empresas individuais que possuem ações em outras (Cunha, 2018, p. 116).

Independente disso, um dos maiores desafios regulatórios acerca dos grupos empresariais refere-se ao fato de que a legislação vigente - a nível nacional e internacional - “centra-se na unidade empresarial isolada e cuja atuação dá-se unicamente em nível local ou nacional” (Camargo, 2019, p. 61), gerando um descompasso entre o Direito e a realidade.

Isso, aliado ao fato de que a governança corporativa no Brasil ainda é predominantemente fundada na concentração da propriedade (Dias, 2014, p. 232), traz desafios ainda maiores, em uma estrutura grupal, no tocante à (a) proteção conferida aos investidores, que tende a ser mais fraca e produzir maiores custos e (b) maior dificuldade de obtenção de financiamento por meio do mercado de capitais, tendo em vista que preferencialistas sem direito a voto e minoritários têm receio de expropriação por parte de gestores e acionistas controladores (Rosenvald; Oliveira, 2023), situações também encontradas nas TPRs.

E as relações intragrupais apresentam oportunidades - as quais aumentam em conformidade com a complexidade estrutural do grupo - de transferências sem transparência e a criação de passivos intragrupais com potencial de minar posições de credores, o que pode ser feito intencionalmente ou não (Kraakman, *et al*, 2018, p. 226).

A discussão de TPRs em grupos societários é abordada no presente trabalho, mesmo que de maneira breve, porque, além de serem transações com partes relacionadas bem comuns, o ponto delicado dessas transações é que reorganizações podem ser estruturadas de forma a expropriar ou tratar de maneira não equitativa acionistas minoritários. Ao mesmo tempo, “como são transações que mexem com a estrutura de capital da companhia e com os direitos dos acionistas, é legítimo, ao menos em tese, que todos possam se manifestar a respeito delas ou tenham esse direito de alguma maneira assegurado”. Esse é o motivo pelo qual, inclusive, normas legais e regulamentares relativas às transações com partes relacionadas societárias visam, na sua maioria, a proteger os acionistas e em especial os minoritários (Dias, 2014, p. 123).

Não suficiente, somando-se a vantagem tributária à melhor percepção de risco que pode ter uma companhia do mesmo grupo, em virtude do maior nível de informação, é natural que empréstimos intragrupo se proliferem, havendo bons motivos para que companhias realizem TPRs que podem beneficiar tanto a companhia como o grupo de acionistas. Desta forma, “simplesmente proibi-las não parece uma boa estratégia regulatória (Dias, 2014, p. 129)”, motivo pelo qual o próximo tópico irá abordar a disciplina das TPRs no Brasil, no contexto regulatório e autorregulatório.

3.5. A disciplina das TPRs no Brasil

O risco de TPRs prejudiciais aos acionistas, mesmo com a presença de regimes legais - societários e contábeis - desempenha um papel de destaque na discussão moderna sobre governança corporativa. Isso porque esquemas regulatórios e oportunidades de processar posteriormente as transgressões das regras são considerados, muitas vezes, inadequados para mitigar o risco de transações com partes relacionadas prejudiciais, principalmente transações envolvendo grandes acionistas (Skog, 2021, p. 699-700)¹⁵⁶.

Por isso, a inexistência de qualquer proibição à celebração de partes relacionadas não afasta a incidência de limitações, recomendações e penalidades, de origens regulatória e autorregulatória (Kraakman *et al.*, 2018, p. 279), cuja compreensão é complexa em virtude de sua multiplicidade de descoordenação (Camargo, 2019, p. 80).

Além disso, no Brasil - ao contrário de outros países com predominância de estruturas de propriedade pulverizada¹⁵⁷, em que TPRs que merecem mais atenção são aquelas entre a companhia e seus executivos - a preocupação em torno das TPRs se volta para transações entre empresas de um mesmo grupo, ou entre a companhia e entidades de interesse dos acionistas controladores, como empresas de seus familiares ou amigos (Silveira; Prado; Sasso, 2008, p. 4), vez que o mercado acionário ainda é caracterizado por uma alta concentração da estrutura de propriedade.

3.5.1. Disposições legais e regulatórias

¹⁵⁶ Isso se deve ao fato de que “os efeitos dessas transações são muitas vezes lesivos aos interesses dos demais sócios e credores e sua realização invariavelmente aproveita, indevida e fraudulentamente, princípios societários importantes como os da separação patrimonial e da responsabilidade limitada” (Camargo, 2019, p. 80).

¹⁵⁷ É o caso da Alemanha e dos Estados Unidos, por exemplo.

Pode-se dividir o histórico de disposições legais sobre o tema em duas partes: antes e depois da Lei nº 11.638/07. Não bastante, o legislador pátrio elencou três preocupações centrais sob o ponto de vista societário: quais sejam: (1) conflito de interesses de acionistas em transações com partes relacionadas; (2) conflito de interesses de administradores em transações com partes relacionadas; e (3) abuso do direito de voto e/ou do poder de controle por parte de um acionista controlador.

Antes mesmo do advento da Lei nº 11.638/07, a LSA já disciplinava algumas regras sobre transações com partes relacionadas. Exemplo disso são dispositivos destacando deveres de diligência e lealdade de administradores de sociedades por ações, proibição de atuação do administrador em conflito de interesses, limitação do poder abusivo de controle, disciplina conferida à responsabilidade de administradores, pelos mecanismos de proteção aos sócios minoritários, entre outros.

As situações que tratam de conflito de interesses estão nos art. 115, §1º e 156, envolvendo acionistas e administradores, respectivamente, e visam à limitação da atuação de acionistas e administradores (Camargo, 2019, p. 82). O § 1º do artigo 115 aborda proibição expressa do acionista de votar nas deliberações da assembleia geral que puderem beneficiá-lo de modo particular¹⁵⁸, ainda que com finalidade legítima em favor da companhia¹⁵⁹.

O art. 156, por sua vez, não somente dispõe que o administrador não pode intervir em operações sociais em que possua interesse conflitante com o da companhia, como também que deve se abster de votar, cientificar os demais e fazer consignar na ata de reunião do órgão de administração do qual faça parte, ou informar à assembleia geral, a natureza e a extensão de seu interesse¹⁶⁰.

¹⁵⁸ “[...] o voto somente expressa a preferência do grupo se cada um dos indivíduos votantes basear sua decisão num julgamento honesto do seu melhor interesse dentre as opções fornecidas. Sempre que as pessoas do grupo levarem em consideração um interesse ulterior ao do grupo, o voto para de ser o melhor mecanismo para descobrir uma transação eficiente e justa. Isso é justamente o que ocorre com o voto numa situação de conflito de interesses. Quando alguns dos membros têm um interesse ulterior ao do grupo, eles podem votar levando em conta esse interesse ulterior e o voto do grupo como um todo deixa de representar a preferência do grupo ou a melhor opção possível para aquela coletividade. Dessa forma, a aprovação pela parte interessada não é uma informação que contribua para determinar se a transação a ser decidida é vantajosa para toda a companhia e seus acionistas porque tal aprovação foi influenciada por indivíduos que tinham interesses externos aos do grupo” (Dias, 2014, p. 129). Esse é o motivo pelo qual a transferência do poder decisório para as partes não interessadas costuma ser realizada.

¹⁵⁹ Conforme Extrato de Julgamento do PAS CVM n. RJ2014/591, julgado em 12 jul. 2016, o conflito de interesse é caracterizado pela presença de (i) interesse particular do votante e (ii) que esse interesse seja antagônico ao da sociedade. Não há, pois, conflito de interesse quando o interesse particular do acionista for convergente com o da companhia, mesmo que isso comporte uma vantagem adicional para o acionista.

¹⁶⁰ Neste diapasão, “[é] importante destacar que o conflito de interesse pode ser tanto direto – quando o interesse da companhia e o do administrador se situam em polos antagônicos – quanto indireto – quando o interesse em conflito com o da companhia não é do próprio administrador, mas de outra pessoa em favor de quem ele tenha agido, ou de quem possa vir a ser, de alguma forma, beneficiado” (IBGC, 2019, p. 6).

Já em relação ao exercício abusivo do direito de voto, o art. 115 da LSA indica que o voto do acionista deve pautar-se exclusivamente nos interesses da companhia, ou seja, societários. E o art. 116, parágrafo único, do mesmo diploma normativo, por sua vez, dita que o controlador deve buscar (i) atender aos interesses societários e ao dos demais acionistas, trabalhadores e comunidade em que a companhia atua.

O art. 117, §1º, “F”, por sua vez, ao responsabilizar o acionista controlador pelos danos causados na contratação com sociedade que possua interesse, em condições não equitativas, visa proteger o equilíbrio contratual¹⁶¹.

Não menos importante, o art. 244, da LSA veda a “participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas” e estabelece a responsabilização solidária dos administradores das sociedades envolvidas, equiparando tal ato, para estes efeitos, à compra ilegal de ações¹⁶².

Observa-se, neste turno, que, de uma forma geral, a LSA regulou alguns conceitos, adotando certos padrões de comportamento, mas abriu margem de discricionariedade para que administradores, CVM e Poder Judiciário analisem a ocorrência ou não de abusos praticados (Camargo, 2019, p. 83).

Sobre o ponto, a CVM já se debruçou em diversas oportunidades para definir se a interpretação do conflito de interesses - art. 115, §1º, da LSA - seria de ordem material ou substancial¹⁶³.

Com o advento da Lei nº 11.638/2007, o Brasil incorporou algumas mudanças contábeis obrigatórias para as companhias que são regidas pela LSA, operando modificações no art. 177 do referido diploma normativo, segundo o qual a CVM, ao expedir normas relacionadas às demonstrações financeiras das companhias abertas, deve observar os padrões internacionais de contabilidade adotados pelos principais mercados de valores mobiliários¹⁶⁴.

¹⁶¹ Desafio das TPRs que será tratado em tópico próprio mais adiante neste Capítulo.

¹⁶² Ainda, ao lado das disposições legais, percebe-se que a CVM, em atenção à violação dos arts. 117, 156 e 245, todos da LSA, dispõe na Resolução CVM nº 45/2021, com alterações introduzidas pelas Resoluções CVM nº 65/22, 162/22 e 179/23, alçou tal violação à condição de infração grave, com a possibilidade de aplicação de penalidade de inabilitação temporária para o exercício de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM para funcionamento.

¹⁶³ Em rol exemplificativo: PROCESSO ADMINISTRATIVO nº RJ 2009-13179 (Reg. nº 7190/2010), em que houve o entendimento do conflito de interesses sob o ponto de vista formal, votando pela abstenção de voto do acionista controlador, GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., votar na assembleia sobre a aquisição de ações da Suez Energia Renovável S.A. e Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6 de novembro de 2002, verificou-se a possibilidade de a Previ e a Sistel, na qualidade de acionistas da Tele Norte Leste Participações S.A. (“TNLP”), votarem na assembleia geral da TNLP, que aprovou a celebração de um contrato entre a Telemar, controladora da TNLP, e as concessionárias controladas pela TNLP.

¹⁶⁴ A referida Lei significou a adesão do Brasil aos IFRS Foundation, organização independente sem fins lucrativos, cujo objetivo central é desenvolver um conjunto de *standards* internacionais para elaboração de

Não bastante, incluiu que sociedades de grande porte - art. 3, parágrafo único da Lei nº 11.638/2007-, devem adicionalmente observar as regras da CVM, mesmo não tendo sido constituídas como sociedades por ações, dentre outros.

Ou seja, eliminou barreiras regulatórias que impediam a inserção total das companhias abertas brasileiras no processo de convergência contábil internacional. Desde 2008, portanto, o Brasil passou a adotar os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* - IFRS)¹⁶⁵, cujo processo de convergência foi implementado entre 2008 e 2011 (Dias, 2014, p. 177).

As alterações trazidas pela Lei nº 11.638/2007, foram seguidas pela criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), por meio da Deliberação CVM nº 560, de 11 de dezembro de 2008, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5, e a Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5(R1)

Criado pela Resolução CFC nº 1.055/05¹⁶⁶, o CPC tem como objetivo "o estudo, o preparo e a emissão de documentos técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais".

Seu surgimento se deu em função das necessidades de: (a) convergência internacional das normas contábeis (redução de custo de elaboração de relatórios contábeis, redução de riscos e custo nas análises e decisões, redução de custo de capital); (b) centralização na emissão de normas dessa natureza (no Brasil, diversas entidades o fazem); (c) representação e processo democráticos na produção dessas informações (produtores da informação contábil, auditor, usuário, intermediário, academia, governo)¹⁶⁷.

No âmbito das atividades do CPC, as TPRs foram objeto do Pronunciamento Técnico CPC nº 5 - Divulgação sobre Partes Relacionadas, aprovado em 03/09/2010, com o objetivo

demonstrações financeiras que sejam “de alta qualidade, compreensíveis, passíveis de coercitividade e globalmente aceitos, fundamentados em princípios claramente articulados”. Para mais ver: art. 177 da Lei nº 11.638/2007 e [IFRS - Who we are](#). Acesso em 31 out. 2023.

¹⁶⁵ Informação disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/convergencia_normas/IAS_24_Partes_Relacionadas.pdf>. Acesso em 05 out. 2024.

¹⁶⁶ O Comitê foi idealizado a partir da união de esforços e comunhão de objetivos de algumas entidades: Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca); Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil (APIMEC Brasil); B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão; Conselho Federal de Contabilidade (CFC); Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon); Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi); Entidades representativas de investidores do mercado de capitais.

¹⁶⁷ Informação disponível em: <<https://www.cpc.org.br/CPC/CPC/Conheca-CPC>>. Acesso em 01 abr. 2024.

de aproximar as regras internacionais da orientação nº 24 do IAS - *International Accounting Standards*¹⁶⁸¹⁶⁹ e foram integralmente aprovadas pela CVM através da Deliberação CVM nº 560/08¹⁷⁰¹⁷¹. O CFC, por sua vez, aprovou o referido Pronunciamento por meio da Resolução CFC nº 1.145/08¹⁷² - posteriormente revistas e aprovadas por meio da Resolução CFC nº 1.297/210¹⁷³.

Em resumo, o Pronunciamento Técnico CPC nº 5 traz algumas mudanças em relação ao disposto na Deliberação CVM nº 26/86:

- (d) Além das transações, eventuais saldo entre partes relacionadas devem ser divulgados;
- (e) Além das transações, as relações entre tais partes devem ser divulgadas;
- (f) Enfoque na divulgação das demonstrações contábeis individuais da controladora ou investidora;
- (g) A lista de exemplos considerados como “partes relacionadas” está mais ampla e detalhada, passando a contemplar empreendimentos conjuntos (*joint-ventures*) em que a entidade seja um investidor;
- (h) Define-se transação entre partes relacionadas como “... a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um valor alocado à transação”;
- (i) Aprimora-se a definição do que seria um “membro próximo da família”, que pode exercer ou receber influência nos seus negócios com a entidade;
- (j) Detalha-se melhor a definição do que seria “remuneração de empregados e administradores” da entidade, que pode abranger todos os benefícios diretos, indiretos e a qualquer título;
- (k) Define-se, pela primeira vez, o que seria “controle”, “controle conjunto”, “pessoal-chave da administração” e “influência significativa”, conceitos esses importantes para a caracterização do que é uma parte relacionada;
- (l) Prioriza-se mais a substância dos relacionamentos entre partes relacionadas do que sua mera formatação legal;
- (m) Listam-se possíveis exclusões ao conceito de partes relacionadas, situações não necessariamente dentro da definição proposta. Administrador de companhias distintas, investidores partilhando controle sobre uma joint-venture, financiadores, sindicatos, órgãos governamentais diretos e indiretos, clientes, fornecedores,

¹⁶⁸ O termo de Aprovação do referido Pronunciamento dispõe que “O Pronunciamento foi elaborado a partir do IAS 24 – Related Party Disclosures (BV2010), emitido pelo International Accounting Standards Board (IASB) e sua aplicação, no julgamento do Comitê, produz reflexos contábeis que estão em conformidade com o documento editado pelo IASB”. Disponível em:

<https://s3.sa-east-1.amazonaws.com/static.cpc.aatb.com.br/Documentos/158_CPC05R1_Termo_aprovacao.pdf>. Acesso em 01 de abr. 2024.

¹⁶⁹ O IAS 24 é uma norma sobre divulgação de transações com partes relacionadas, definindo como elas devem ser identificadas, quais divulgações são necessárias e quando estas devem ser realizadas, com o objetivo de assegurar que as demonstrações financeiras contenham informações suficientes para identificar que “a situação financeira e os resultados das operações de determinada entidade possam ter sido afetados pela existência de saldos e transações decorrentes de operações com partes relacionadas” (PWC, 2011, p. 157). E “essa convergência propicia a redução de riscos aos investidores estrangeiros em função do aumento da transparência e da comparabilidade das demonstrações financeiras, o que facilita a comunicação empresarial por meio de uma linguagem contábil mais homogênea” (PWC, 2011, p.17).

¹⁷⁰ A qual revogou a Deliberação CVM nº 26/86 e foi posteriormente revogada pela Deliberação CVM 642/2010 e, mais recentemente, pela Resolução CVM nº 94/2022.

¹⁷¹ Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli560.html>>. Acesso em 01 abr. 2024.

¹⁷² Informação disponível em<https://www.normaslegais.com.br/legislacao/resolucaocfc1145_2008.htm>. Acesso em 01 abr. 2024.

¹⁷³ Informação disponível em: <https://www.normaslegais.com.br/legislacao/resolucaocfc1297_2010.htm>. Acesso em 01 abr. 2024.

franqueadores, concessionários, distribuidores ou agentes não seriam necessariamente partes relacionadas;

(n) Há reconhecimento expresso de que relacionamentos entre tais partes são uma realidade empresarial. Sua mera existência pode ter efeito nos resultados e na posição financeira da entidade. Por isso, há necessidade de divulgação desses relacionamentos, das transações e de eventuais saldos existentes;

(o) A divulgação das transações e dos saldos existentes deve ser mais detalhada, incluindo um mínimo de informações: montante da transação, saldos existentes (termos, condições, eventuais coberturas de seguros, natureza da remuneração e garantias), provisão para créditos de liquidação duvidosa para o saldo existente e despesa reconhecida durante o período a respeito de dívidas incobráveis ou de liquidação duvidosa das partes relacionadas;

(p) A divulgação das transações e dos saldos deve ocorrer separadamente para as entidades controladoras (com controle conjunto ou influência significativa), controladas, coligadas, *joint-ventures* nas quais a entidade invista pessoal-chave da administração da entidade ou da respectiva controladora e outras eventuais partes relacionadas;

(q) Divulgações de transações entre partes relacionadas realizadas em condições equivalentes às de mercado devem ser feitas somente se puderem ser efetivamente comprovadas; e

(r) Transações atípicas entre partes relacionadas, após o encerramento do exercício ou do período, também devem ser divulgadas (Camargo, 2019, p. 95-97).

Em suma, após a edição da Lei nº 11.638/2007, as regras sobre transações com partes relacionadas ficaram mais rígidas e detalhadas e houve mudança de enfoque, do aspecto formal para o substancial (Camargo, 2019, p. 97)¹⁷⁴¹⁷⁵. Não bastante, o grau de transparência dessas informações aumentou¹⁷⁶.

Em continuação, a Instrução CVM¹⁷⁷ nº 586/2017 promoveu algumas mudanças na Instrução CVM nº 480/2009 e, dentre elas, estabeleceu a obrigatoriedade para as companhias abertas da Categoria A - autorizadas a negociar quaisquer valores nos mercados regulados - de divulgar informações sobre a aplicação de práticas de governança contidas no Código

¹⁷⁴ “De forma geral, houve mudança de enfoque sobre a matéria. Enquanto a Deliberação nº 26/8 trazia definições mais formais sobre o conceito de partes relacionadas, a Deliberação CVM nº 560/08 prioriza a essência de suas transações (Camargo, 2019, p. 99).

¹⁷⁵ A discussão a respeito da análise do conflito de interesses formal ou material será objeto de item próprio.

¹⁷⁶ “O processo de convergência às regras contábeis internacionais aumentou imensamente o nível de transparência das companhias abertas, mas contribuiu de forma fundamental sobretudo para a comparabilidade entre informações financeiras de emissores brasileiros e internacionais.” (Dias, 2014, p. 177).

¹⁷⁷ CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM n. 01/11, julgado em 27 fev. 2018. 2 Idem, PAS CVM n. RJ-2013-2759, julgado em 20 fev. 2018. 3 Idem, PAS CVM n. RJ2014/7072, julgado em 27 mar. 2018. 4 Idem, PAS CVM n. RJ2012/11199, julgado em 22 mar. 2016.

Brasileiro de Governança Corporativa para Companhias Abertas, que segue o modelo *comply or explain*¹⁷⁸¹⁷⁹.

Além disso, a Instrução CVM nº 480/2009, em substituição à antiga Instrução nº 202/1993¹⁸⁰, instituiu o FRE, que representou uma elevação do nível de transparência e a forma de tratamento das partes relacionadas pelas companhias abertas brasileiras. Isso ocorre, porque, a partir de então, as informações precisam ser comunicadas sob o aspecto quantitativo e qualitativo¹⁸¹, demonstrando uma preocupação quanto à utilidade das informações sobre partes relacionadas, possibilitando uma análise mais profunda e criteriosa pelo público geral (Camargo, 2019, p. 101)¹⁸².

Atualmente, o FRE¹⁸³ é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, previsto no artigo 22, inciso II, da Resolução CVM nº 80/22 (que revogou a Instrução CVM 586/17) e que teve sua última reformulação e alteração em 2023, através da Revolução CVM nº 59 (e, posteriormente, Resolução CVM 87), reunindo informações

¹⁷⁸ Para o IBGC (2018), a adoção desse modelo “trata-se de um reconhecimento de que não há padrão único de governança para empresas, pois as práticas podem variar de acordo com o setor de atuação, estágio de desenvolvimento, porte, entre outros aspectos. Além de ser mais flexível que a regulação tradicional, o modelo “pratique ou explique” tende a elevar o grau de transparência sobre a governança, permitindo que investidores tomem decisões mais bem informadas, aumentando a comparabilidade das companhias brasileiras com pares locais e estrangeiros e estimulando o aprimoramento das práticas em função da revisão periódica”. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23708>>. Acesso em 01 abr. 2024.

¹⁷⁹ Para mais, ver:

<https://ibgc.org.br/blog/pratique-ou-explique-2021#:~:text=O%20%E2%80%9Cpratique%20ou%20explique%E2%80%9D%20funciona,processo%20da%20jornada%20de%20governan%C3%A7a> e <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-comply-or-explain/>. Acesso em 01 abr. 2024.

¹⁸⁰ A Instrução CVM nº 32, de 1984, bem como a Instrução CVM nº 60/1987 e a Instrução CVM nº 202/1993 abarcavam um formulário de informações qualitativas anuais, o IAN. “O IAN foi o principal meio de divulgação de informações qualitativas entre 1984 e 2009. O conteúdo do IAN nunca foi estabelecido em norma; a partir de 1984, as áreas técnicas da CVM, em especial a Superintendência de Relações com Empresas - SEP, desenvolviam e aperfeiçoavam o conteúdo do formulário periodicamente e disponibilizavam ao mercado. Por causa dessa dinâmica, é bastante difícil reconstruir a evolução do conteúdo das informações periódicas prestadas pelas companhias abertas entre 1984 e 2010 (Dias, 2014, p. 181).

¹⁸¹ “A última versão do IAN continha 20 seções. A seção 17 dessa última versão do IAN exigia a divulgação de operações com empresas relacionadas e a seção 20 era um espaço destinado a que a companhia aberta transmitisse informações sobre governança corporativa. A maior parte das companhias preenchia o campo 17 do IAN com informações meramente quantitativas, muitas vezes sem identificar a relação que tinham com a parte relacionada que figurava na outra ponta do contrato que estavam divulgando e sem menção às condições de contratação dessas operações. O campo 20, por sua vez, era preenchido com uma descrição dos órgãos de administração da companhia, sem menção a regras e procedimentos internos para lidar com questões específicas de governança como conflitos de interesses ou monitoramento de riscos. Em nenhuma das seções era exigido ou era costume que se divulgassem políticas, práticas ou regras internas sobre governança corporativa. Em particular, não havia exigência de que se divulgasse qualquer política ou prática de transações com partes relacionadas (Dias, 2014, p. 182).

¹⁸² Com a adoção do IFRS e a edição da Instrução CVM 480, o “regime informacional das companhias abertas brasileiras sofreu um grande reforma que melhorou a qualidade e a quantidade de informações qualitativas e quantitativas, bem como aquelas necessárias para o exercício do direito de voto, aproximando o regime legal das práticas internacionais e do que seria o ideal do ponto de vista teórico” (Dias, 2014, p. 231).

¹⁸³ Os FREs podem ser acessados em: <https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre>. Acesso em 18 jan. 2025.

referentes ao emissor, bem como comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas.

Segundo a CVM, o novo modelo de reporte exigido no FRE endereça o desejo de investidores e demais *stakeholders* por maior transparência e regras de governança mais robustas, “em linha com iniciativas dos reguladores internacionais (revisão dos Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE), além da crescente importância de pautas da agenda ambiental, social e de governança (ESG ou ASG)” (CVM, 2024, p. 14).

Por isso, a última versão do FRE reflete essa visão, conjugando a necessidade de divulgação de informações ESG com as demais informações sobre *accountability* e temas clássicos abordados pela governança corporativa propriamente dita¹⁸⁴. Pelo FRE, o emissor deve informar, no modelo *comply or explain*, se divulga informações ESG em relatórios anuais ou específicos; a metodologia ou padrão seguidos para a elaboração do relatório ou documento, se este é auditado¹⁸⁵, concentrando-as com matriz de materialidade e indicadores chaves de desempenho, bem como com os ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável).

Na Seção 11 do Anexo C da referida Resolução, estão consolidadas as regras sobre a divulgação das TPRs, da seguinte forma:

11. Transações com partes relacionadas

11.1. Descrever as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas, conforme definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, indicando, quando houver uma política formal adotada pelo emissor, o órgão responsável por sua aprovação, data da aprovação e, caso o emissor divulgue a política, locais na rede mundial de computadores onde o documento pode ser consultado;

11.2. Com exceção das operações que se enquadrem nas hipóteses do art. 3º, II, “a”, “b” e “c”, do anexo F, informar, em relação às transações com partes relacionadas que, segundo as normas contábeis, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor e que tenham sido celebradas no último exercício social ou estejam em vigor no exercício social corrente:

- a. nome das partes relacionadas
- b. relação das partes com o emissor
- c. data da transação
- d. objeto do contrato
- e. se o emissor é credor ou devedor
- f. montante envolvido no negócio
- g. saldo existente
- h. montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir
- i. garantias e seguros relacionados
- j. duração
- k. condições de rescisão ou extinção
- l. natureza e razões para a operação
- m. taxa de juros cobrada, se aplicável

¹⁸⁴ Neste mesmo contexto, a CVM aprovou o novo regulamento de emissores da B3, o qual passou a contar com o “Anexo ASG”, documento contendo uma série de medidas de *disclosure* propostas pela B3 acerca da temática, as quais devem ser divulgadas em caráter de “pratique ou explique” no próprio FRE. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estruturanormativa/listagem/>. Acesso em 18 jan. 2025.

¹⁸⁵ Item 1.9 do FRE.

- n. medidas tomadas para tratar dos conflitos de interesses
- o. demonstração do caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado
- 11.3. Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes

E seguindo, a Instrução CVM nº 586/2017 faz referência ao princípio 5.3 do Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas¹⁸⁶, determinando que as companhias devem ter políticas e práticas de governança visando assegurar que as TPRs sejam realizadas com dependência e absoluta transparência, o que reforça a indissociabilidade entre governança e TPRs. Para tanto:

- 29. Em relação ao princípio 5.3: “A companhia deve ter políticas e práticas de governança visando a assegurar que toda e qualquer transação com parte relacionada seja realizada sempre no melhor interesse da companhia, com plena independência e absoluta transparência”
- a. informar se o emissor segue as seguintes práticas recomendadas:
 - “o estatuto social deve definir quais transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes”
 - ii. “o conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos; (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas; (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores; (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros; (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas”

Ademais, reforçando a necessidade de transparência e comparabilidade das informações - item cuja importância será discutida com mais profundidade no Capítulo 4 - os comentários dos emissores quando da justificativa pela não inclusão de informações ou adoção de práticas recomendadas “podem incluir remissão a informações prestadas no FRE, desde que seja indicada data da entrega da versão do formulário que serve de base para os comentários”.

¹⁸⁶ O princípio é específico para transações com partes relacionadas e dispõe que “[a] companhia deve ter políticas e práticas de governança visando a assegurar que toda e qualquer transação com parte relacionada seja realizada sempre no melhor interesse da companhia, com plena independência e absoluta transparência”, o que é acrescentado de fundamento - conflito de interesses - e práticas recomendadas. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21148&assessment=1>. Acesso em 04. abr. 2024.

Ainda, a Resolução CVM 80/22¹⁸⁷, que dispõe sobre assembleias de acionistas, debenturistas e de titulares de notas promissórias e notas comerciais, além de dispor de maneira geral, no art. 2º, que as informações e os documentos fornecidos aos investidores devem ser: verdadeiros, completos e consistentes; redigidos em linguagem clara, objetiva e concisa; bem como não devem induzir o investidor a erro, ainda traz disposições específicas sobre transações com partes relacionadas, requerendo um mínimo de informações adicionais¹⁸⁸.

Atualmente, de acordo com a Resolução CVM 80/22, todas as companhias registradas na categoria A são requeridas a entregar o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, o que aumenta o grau de transparência e serve de oportunidade para reflexão e informação, ao mercado, das práticas que fazem parte da governança corporativa, explicando sua adesão parcial ou não adesão às práticas recomendadas.

Essa última Resolução também promoveu o *full disclosure* de questões socioambientais¹⁸⁹, para que as companhias reguladas divulguem e evidenciem quais práticas estão sendo implementadas, de forma a utilizar o mesmo pratique ou explique já informado. Em continuação com esses esforços, a Resolução CVM nº 175/2022 estabeleceu obrigações de divulgação de informações para fundos cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, “sustentável” ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis.

Assim, desde 2023 as companhias são obrigadas a declarar se incorporam indicadores e métricas ESG na avaliação de seu desempenho financeiro¹⁹⁰, o que corrobora para a análise de informações contábeis em um contexto mais amplo de governança, o que inclui as TPRs¹⁹¹.

Mais recentemente, a Resolução CVM nº 193 estabeleceu que, a partir de 2026, as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores brasileira deverão elaborar relatórios em conformidade com as normas definidas pelo ISSB - as normas IFRS S1 e IFRS S2 -, com o intuito de padronizar as práticas de divulgação das informações financeiras relacionadas à sustentabilidade. Essa Resolução, que será abordada no próximo Capítulo, sinaliza a percepção do regulador brasileiro na internalização dos parâmetros para controle de

¹⁸⁷ Com as alterações trazidas pela Resolução 59/21 e 168/2022.

¹⁸⁸ Essas informações podem ser observadas nos arts. 20 a 25 e Anexos C, G, I, L e Q da Resolução CVM 81/22.

¹⁸⁹ Conforme Anexo C. item 1.6 do FRE.

¹⁹⁰ Inclusive, a fornecer informações relacionadas aos riscos socioambientais, a divulgar um inventário das emissões de gases de efeito estufa (de suas operações, a indicar seu alinhamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Agenda 2030 das Nações Unidas e a garantir que as informações divulgadas sejam auditadas.

¹⁹¹ A Resolução CVM 193/2023 será abordada no próximo Capítulo.

informações financeiras e materiais, reforçando a necessidade de instrumentos de governança eficientes.

3.5.2. Diretrizes e melhores práticas em termos de TPRs

Diversas são as melhores práticas sugeridas pelo mercado quanto às TPRs. A título de exemplo estão o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2023) e o Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas (2011).

O primeiro dispõe de tópico específico para as TPRs, consoante item 6.3.1, impondo-se ao conselho de administração, aos comitês de assessoramento ou à diretoria o dever de “monitorar transações com potenciais conflitos de interesses, ou aquelas que, direta ou indiretamente, envolvam partes relacionadas, como, por exemplo, conselheiros, diretores, sócios, entre outros, conforme definido na respectiva política” (IBGC, 2023, p. 69).

Ainda, indica algumas práticas para as TPRs, quais sejam:

- a. O conselho de administração deve zelar para que transações entre partes relacionadas sejam conduzidas **dentro de parâmetros de mercado em todos os aspectos (ex.: preço, prazo, garantias e condições gerais), de modo a considerar os riscos e garantir a comunicação nos relatórios da organização.**
- b. O estatuto, contrato social ou política organizacional **podem** exigir que transações entre partes relacionadas sejam aprovadas em assembleia de sócios ou pelo conselho de administração, conforme o caso, com o afastamento de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes em relação a essa deliberação.
- c. Sempre que necessário, transações entre partes relacionadas devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, sem a participação de quaisquer partes envolvidas na operação, elaborados com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros. Em transações relevantes, recomenda-se a instalação de um comitê especial independente para sua avaliação.
- d. Formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflitos de interesses com a organização, administradores, sócios ou classes de sócios, devem ser evitadas.
- e. Reorganizações societárias envolvendo partes relacionadas **devem assegurar tratamento equitativo para todos os sócios** (IBGC, 2023, p. 70, grifou-se).

Todavia, essas práticas vêm sendo discutidas há anos¹⁹². Atento a isso, o IBGC lançou em 2014 a 4ª Diretriz, dedicada integralmente às transações entre partes relacionadas, com o objetivo de contribuir para a instauração de um ambiente empresarial de maior transparência, confiança e ampla divulgação de informações (IBGC, 2014, p. 9).

Em síntese, qualquer que seja o caminho mais adequado para lidar com transações com partes relacionadas, o IBGC compreende que “a palavra de ordem para com relação às transações entre partes relacionadas é ‘transparência’, justamente para conferir segurança

¹⁹² Isso ocorre, mormente em virtude da ausência de uma resposta definitiva acerca de qual seria a melhor prática para lidar com transações com partes relacionadas. Para mais, ver: Camargo (2019) e Dias (2014).

jurídica aos seus participantes” (IBGC, 2019, p. 7) e, dessa forma, mitigar os riscos a que estão expostos acionistas e administradores.

Isso ocorre justamente porque a prestação de contas e a transparência com *stakeholders* tendem a reduzir a desconfiança do mercado frente aos abusos de administradores e sócios e as estruturas de governança corporativa criam mecanismos que permitem a discussão e o encaminhamento adequado de opiniões divergentes (IBGC, 2019, p. 8).

Mas não é só. A divulgação de informações entre Partes Relacionadas ajuda a relevar a existência de transações que precisam se sujeitar a questionamentos (Kraakman *et al.*, 2018, p. 95) e fornece informações que podem ser levadas a juízo por infringirem normas.

Ou seja, podem ser traçadas diversas práticas desejadas, bem como estratégias legais¹⁹³ diferenciadas para lidar com o riscos das TPRs; o objetivo geral dessas regras se resume em minimizar o risco de transações prejudiciais com partes relacionadas, uma meta que se pode presumir que reforçará a confiança na sociedade limitada e no mercado de ações e, portanto, reduzirá os custos de capital (Skog, 2021, pp. 699-700), uma preocupação da teoria da agência.

O Informe¹⁹⁴ sinaliza aos investidores e às outras partes interessadas o comprometimento da empresa com o aprimoramento da sua governança corporativa (IBGC, 2023, p. 2). A 5ª Edição do “Pratique ou Explique: Análise Quantitativa dos Informes das Companhias Abertas Brasileiras”, lançada em 2023¹⁹⁵, demonstra uma evolução na adoção de práticas ao longo dos cinco anos, especialmente em relação àquelas que eram menos adotadas no início do ciclo (2019). Dentre elas¹⁹⁶:

Destaque positivo também para as práticas relacionadas à aprovação, pelo conselho de administração (CA), de uma política de indicação para membros do conselho

¹⁹³ Kraakman et al. (2004) apontam cinco estratégias legais utilizadas para lidar com os potenciais problemas advindos das RPTs: (1) transparência obrigatória de informações relevantes (mandatory disclosure), (2) competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (board approval), (3) competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (shareholder approval), (4) obrigações específicas para os controladores e administradores ou proibição ex-ante (rules / prohibiting conflicted transaction), e (5) previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores com penalizações ex-post (*standards*).

¹⁹⁴ A exigência de divulgação do Informe de Governança se iniciou em 2018, mas apenas para as companhias que possuísem (ao menos) uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida no Índice Brasil 100 (IBrX – 100) ou no Índice Bovespa (Ibovespa). Em 2019 o requerimento se tornou obrigatório para todas as companhias registradas na categoria A (IBGC, 2023, p. 2).

¹⁹⁵ Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24647>>. Acesso em 01 abr. 2024.

¹⁹⁶ Além disso, a análise também concluiu, pelos demais dados obtidos, que “não é suficiente avaliar a governança corporativa de uma companhia exclusivamente pelo segmento de listagem: são necessárias análises mais profundas, pelo Informe de Governança e outras fontes, para avaliar e julgar de fato a estrutura e a maturidade do sistema de governança.”

(prática 2.2.2), à implementação de um processo anual de avaliação de desempenho (individual e coletivo) do CA e de seus comitês (prática 2.4.1) e à aprovação e implementação de uma política de transações com partes relacionadas pelo conselho de administração (prática 5.3.2) – todos os temas cobertos pela revisão do Regulamento do Novo Mercado.

Essas práticas, que constavam entre as menos adotadas em 2019 (com a aderência média em torno de 20%), cresceram quase trinta pontos percentuais até 2023, figurando entre as maiores elevações de aderência no período de cinco anos.

Assim, quanto ao item 5.3.2, relacionado ao Regulamento do Novo Mercado de 2017, que contém disposição a respeito do dever do conselho de administração de aprovar e implementar uma política de TPRs que contenha a previsão de aprovação de transações específicas; vedação às formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com as partes relacionadas à companhia; proibição de concessão de empréstimos em favor do controlador e dos administradores, e que assegure que reestruturações societárias tenham tratamento equitativo para todos os acionistas (IBGC, 2023, p.15), enquanto em 2019 apresentava cumprimento na faixa dos 21%, em 2023 apresentou 45,2%, demonstrando um aumento percentual de 24,4 em 4 anos.

No último Informe, divulgado pela CVM em dezembro de 2024¹⁹⁷, reforçou-se a conjugação dos esforços de Governança e ESG, argumentando que a desconexão entre Governança Corporativa e os demais pilares de ESG compromete a eficácia das iniciativas de transparência (CVM, 2024, p. 15), o que pode incluir divulgações financeiras. Além disso, em estudo comparativo entre as 10 práticas menos seguidas entre 2019 e 2023, nove permaneceram com nível mais baixo de adesão.

Destaca-se que a 10ª menos seguida é justamente a do item 5.3.2 do Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, com sobreposição normativa pelo item 16 do FRE. Em resumo, a prática de que o conselho deve aprovar uma política de transações com partes relacionadas, incluindo alternativas de mercado, vedação de remuneração com conflito de interesse, proibição de empréstimos a controladores e administradores, laudos independentes para algumas transações e tratamento equitativo para acionistas em reestruturações apresentou uma taxa de *compliance* de 45,43% em 2023¹⁹⁸ (CVM, 2024, p. 64), a demonstrar a necessidade de entender melhor as diretrizes e melhores práticas em termos de TPRs.

¹⁹⁷ Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_inf-gov-corporativa_20241213_vf.pdf>. Acesso em 18 jan. 2025.

¹⁹⁸ Em 2019 a taxa era de 21,82%, mas o item 5.3.2 não estava na lista dos que mais evoluíram em termos de compliance desde 2019.

Tais informações permitem verificar os resultados práticos da implementação de diretrizes e melhores práticas em relação às TPRs. A governança, inclusive, é um fator frequentemente associado à redução - quando realizada adequadamente - ou aumento - quando insuficiente - da utilização dessas transações como forma de expropriação de acionistas¹⁹⁹.

Como os impactos das TPRs não são universais, já que dependem do sistema de governança adotado - o que impacta na redução ou aumento da expropriação e do número de transações -, estrutura de propriedade, nível de desenvolvimento do mercado de capitais (Abdul Rasheed *et al.*, 2023, p.2 e Gordon, *et al.*, 2004, p. 1), é necessário que haja um sistema de governança adequado²⁰⁰ para controlar o monitoramento dessas transações, capaz de permitir transações eficientes e controlar as que diminuem o valor da companhia.

Para tanto, é necessário que a estrutura de governança seja capaz de monitorar tanto as vantagens como os desafios das TPRs, já que elas não são, necessariamente, sinônimo de conflito de interesses.

3.6. TPRs: vantagens e (muitos) desafios

As operações envolvendo partes relacionadas foram responsáveis, ao menos parcialmente, por vários escândalos corporativos²⁰¹. Por esse motivo, a doutrina já debateu muito sobre se transações com partes relacionadas deveriam ser simplesmente proibidas (uma das possíveis estratégias para lidar com os conflitos de interesses). Todavia, há argumentos teóricos e práticos para que a proibição não seja a estratégia regulatória adotada, inclusive no Brasil: (a) alguns contratos de que decorrem transações entre partes relacionadas são inevitáveis²⁰² (Dias, 2014, p. 127); (b) tal contratação pode ser a única opção de contratação disponível; (c) não há divulgação de informações sigilosas a terceiros; (d) ela contempla termos mais favoráveis e menos onerosos para as suas partes.

¹⁹⁹ Ver itens 3.5.2. e 4.1.

²⁰⁰ Abdul Rasheed *et al.* (2023, pp. 11-17) realizaram um estudo sobre a interação dos mecanismos internos de governança corporativa sobre as transações com partes relacionadas e valor da empresa e chegou a conclusão de que a governança, especialmente a estrutura da diretoria, tem um impacto significativo nas decisões, controlando transações prejudiciais e permitindo eficientes.

²⁰¹ Historicamente, por casos como Enron (transações com sociedades de propósito específico), Worldcom (empréstimos para executivos), Parmalat (empréstimos para empresas de posse do controlador) e Agreenco (canalização de recursos via operações comerciais para empresas de administradores), entre outras. Atualmente, o da Americanas (gerenciamento contábil de transações com parte da alta direção) vem sendo investigado.

²⁰² É o que ocorre no caso de contratos de trabalho ou prestação de serviço entre a companhia e seus administradores: “todas as companhias têm que contratar administradores e pagar seus salários”. E “há nesses contratos grande espaço para conluio entre os administradores, que terão interesse em agir coordenadamente para incrementar sua remuneração e vê-la aprovada, seja qual for o processo de aprovação adotado pela respectiva regulação ou companhia” (Dias, 2014, p. 123).

Além disso, (e) há menos risco de descumprimento envolvido; (f) os benefícios da contratação são aproveitados também por parte de outras sociedades pertencentes a um mesmo grupo; (g) sua simples proibição não tiraria incentivos para *steal-and-run transactions*, que podem ser realizadas de outras formas (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 281)²⁰³; (h) pode haver baixo custo de capital e (i) vantagens tributárias²⁰⁴” (Camargo, 2019, pp. 73-74; Dias, 2014, pp. 126-128). Além disso, por exemplo, “proibir a remuneração dos administradores e a negociação de ações da companhia seria simplesmente absurdo” (Kraakman *et al.*, 2018, p. 281).

Assim, importa destacar alguns desafios inerentes à celebração de transações entre partes relacionadas.

3.6.1. Desafios das TPRS

3.6.1.1. Conflito de interesses

O conflito de interesses, embora sem conceito único, pode ser definido pela coexistência de interesses distintos em uma decisão²⁰⁵. No âmbito societário, ocorre quando o acionista ou administrador assume posição dupla frente à sociedade empresária, seja na tomada de decisões nas assembleias gerais, seja na atuação cotidiana dos órgãos administrativos.

Dentre as suas características enumera-se: i) existência de uma situação antagônica ou contraposta entre os interesses do colaborador e da sociedade; ii) existência de um nexo de causalidade entre o interesse extra-social ou particular do sujeito em prejuízo do interesse social; iii) esse interesse extra-social ou particular pode ser próprio ou de terceiro; iii)

²⁰³ “Ademais, a menos que o sistema jurídico e seus agentes de efetivação consigam coibir o desvio de valor da companhia (*tunneling*) em todas as suas formas, a proibição de transações entre partes relacionadas somente levaria os agentes internos a usar outras técnicas de desvio de valor (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 281-282).”

²⁰⁴ Recentemente, a LC nº 514/25, que introduziu mudanças significativas no regime tributário brasileiro ao instituir o Imposto sobre Bens e Serviços (CBS) e Contribuição Social sobre Bens e Serviços (CBS), ampliou o alcance de operações consideradas entre partes relacionadas e estabelece percentuais fixos para caracterizar relações de influência. Em resumo, a norma traz desafios significativos para empresas que operam com grupos econômicos locais e realizam TPRS, pois (i) aumenta a complexidade no compliance tributário; (ii) eleva o risco de autuações fiscais e (iii) gera insegurança na tríplice de IBS/CBS versus IRPJ e CSLL, gerando dificuldades práticas na obtenção dessas vantagens tributárias. Informação disponível em:

<<https://www.conjur.com.br/2025-fev-06/conceito-de-partes-relacionadas-e-lc-no-214-25-ruptura-ou-evolucao/>>. Acesso em 08 mar. 2025.

²⁰⁵ Ocorre, por exemplo, sempre que um acionista, administrador, empregado e colaborador encontra-se em posição dupla frente à sociedade, possuindo, ao mesmo tempo, o dever legal de se posicionar a favor dos interesses da sociedade e o seu interesse privado em determinada questão, tornando inevitável o atendimento de um interesse em detrimento de outro (Azevedo, França, 2003, pp. 658-660). Dessa forma, é estabelecido quando o integrante da companhia não tem apenas o seu interesse enquanto funcionário, gestor, acionista, mas também enquanto particular, podendo influenciar uma decisão a ser tomada na sociedade ou nas relações contratuais, no sentido de ir contra o melhor interesse da companhia.

irrelevância da intenção do colaborador em causar prejuízo - ou não - à companhia e o conhecimento do mesmo a respeito da existência do conflito (Azevedo, França, 2003, p.656)²⁰⁶.

Nesse contexto, há um desvio da atuação conforme o interesse societário, resultando na predominância de interesses particulares (Grau, Forgioni, 2003, 30). Com o tempo, isso enfraquece a discussão legítima sobre os múltiplos interesses na sociedade, favorecendo a concentração de poder e dificultando a avaliação equilibrada dos benefícios entre interesses contrapostos²⁰⁷.

No contexto das TPRs, o problema teórico - e um dos problemas práticos - é a falta de negociação por pessoas independentes, “conjugada com a possibilidade de a parte que pode influenciar a formação do contrato em ambos os seus polos ser o próprio beneficiário de tal transação” (Dias, 2014, p. 121)²⁰⁸.

Dessa forma, um controlador ou administrador com influência sobre a companhia possivelmente estará inclinado a adotar a opção que dê a ele ou às pessoas a ele ligadas o maior benefício pessoal. Isso impõe à companhia termos e condições menos favoráveis do que aqueles que poderiam ser obtidos caso o mesmo contrato estivesse sendo negociado com um terceiro independente; afinal, o controlador ou administrador tenderá a privilegiar seus próprios interesses em detrimento dos da companhia.

Assim, toda vez que um administrador ou controlador (ou as pessoas a eles ligadas) puder contratar com a companhia e, de alguma forma, houver a oportunidade de que ele privilegie os seus próprios interesses aos da companhia, estar-se-á diante de uma “transação com parte relacionada”.

Toda transação celebrada com parte relacionada irá expor a companhia a uma situação de vulnerabilidade, já que tanto a demonstração do resultado, quanto o balanço patrimonial da companhia “podem ser afetados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com essas partes relacionadas”. A mera existência do relacionamento em si pode ser suficiente para afetar as transações da entidade com outras partes” (CPC, 2010,

²⁰⁶ No texto os autores reportam-se tão somente às figuras do sócio e do acionista, haja vista o contexto de sua elaboração, entretanto, como será melhor desenvolvido ao longo desta parte, impor a regra de não agir mediante conflito de interesse somente para essas funções é uma escolha simplista diante da realidade societária, tendo por norte a visão de que todos os trabalhadores devem estar igualmente comprometidos com o cumprimento da função social e do interesse social pré-estabelecido.

²⁰⁷ Isso gera dois problemas: i) o fortalecimento da estrutura de monopólio e concentração de poder na sociedade, cujo reflexo pode ser o de fazer com o que o direito empresarial se sucumba à hierarquia e ii) o enfraquecimento das soluções encontradas para avaliar e sopesar a correta avaliação e distribuição dos benefícios entre interesses contrapostos, em virtude do binômio hierarquia e direito.

²⁰⁸ Ou, em outras palavras, “a falta de dois polos independentes para a negociação dos termos e condições do negócio” (Dias, 2014, p. 122).

p. 3), já que os tomadores de decisão poderão agir de forma a apropriá-la indevidamente (Dias, 2014, p. 121), o que será melhor abordado no próximo item.

Em virtude da importância do debate a respeito do conflito de interesses, os reguladores têm várias possíveis estratégias regulatórias para lidar com o conflito de interesses inerente às transações com partes relacionadas, tais como (a) proibição; (b) transferência da decisão para as partes desinteressadas; (c) o teste do mérito²⁰⁹; (d) o direito de saída; (e) a prestação compulsória de informações (Dias, 2014, pp. 126-140).

Além disso, a discussão da análise do conflito de interesses sob a ótica formal ou material ainda não foi pacificada no Brasil^{210,211}. Na hipótese de conflito formal, haveria o impedimento de voto em situação de conflito de interesses e esse controle de validade *ex ante* tende a gerar maior resultado para a companhia²¹², na medida em que confere maior celeridade às negociações, e tenderia a diminuir custos para acionistas minoritários que queiram, eventualmente, questioná-las nas esferas administrativa e judicial (Pinheiro, Narciso, 2021, p. 1). Por outro lado, o controle *a posteriori* exige prova do conflito de interesses; do dano - potencial ou atual -, e de que o voto do acionista com interesse conflitante tenha se mostrado determinante para a formação da maioria (Eizirik, 2011, pp. 663-664).

Quanto ao ponto, no PAS CVM SEI 19957.003175/2020-50²¹³, instaurado para apurar eventuais irregularidades em processo de aumento de capital social, relativas a (i) diluição injustificada, em infração aos arts. 153 c/c 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976; e ao art. 2º, IX, do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009; e (ii) conflito de interesses, em violação aos arts. 115, §1º, e 156 da Lei nº 6.404/1976 da Saraiva Livreiros S.A., julgado em

²⁰⁹ Consiste na possibilidade de que a parte relacionada participe da decisão, desde que a transação possa ser reexaminada futuramente em relação aos aspectos materiais para verificar se a transação cumpre critérios minimamente objetivos e preestabelecidos, por lei ou pela regulação (Dias, 2014, p. 127).

²¹⁰ A Lei nº 14.195/2021 promoveu uma alteração do art. 122 da LSA, passando a prever a competência privativa da assembleia geral para deliberar sobre transações com partes relacionadas em companhias abertas e reacendeu a discussão sobre a natureza material ou formal do conflito de interesses.

²¹¹ A ausência de um posicionamento legal claro do legislador reforça a necessidade mecanismos paraestatais - tais como os instrumentos de governança corporativa - “que assegurem efetividade e independência ao processo decisório-negocial, além de comutatividade ao resultado alcançado, já que tema central do direito societário, a coesão dos sócios ou dos contratantes em torno do objetivo social pré-estabelecido e a segurança jurídica das decisões tomadas, sejam no plano assemblear, seja no judicial, depende da aplicação das regras criadas para o conflito de interesses” (Pinheiro; Narciso, 2021, p.1 e Narciso, 2022, p. 27), reforçando a relevância da pesquisa ora empreendida.

²¹² Entendimento firmado em razão do Processo Administrativo CVM SEI 19957.005749/2017-29 Reg. Col. 0728/2017. Disponível em

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20170926/0728_DGG.pdf>. Acesso em 18 dez. 2021.

²¹³ Disponível em

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_voto_diretor_alexandre_rangel.pdf>. Acesso em 12 set. 2024.

16/08/2022, a CVM julgou improcedentes as acusações de conflito de interesses, nos seguintes termos:

Não procedem as acusações de conflito de interesses formuladas em face do acusado Jorge Eduardo Saraiva: (ii).1 como acionista controlador da Companhia, de infração ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, porque (a) o exercício abusivo do direito de voto, objeto do caput do art. 115 da Lei nº 6.404/1976, não se faz presente no caso concreto, estando ausentes os requisitos exigidos para sua configuração; (b) o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 consubstancia hipótese de conflito material em questões de benefício particular e conflito de interesses, não autorizando o impedimento prévio ou formal do exercício do direito de voto por parte do acionista, sendo necessária uma análise da substância da manifestação do acionista para que se possa concluir pela regularidade ou não do voto, o que apenas pode ocorrer a posteriori; e (c) seguindo para a análise da essência da manifestação do acionista na AGE, não vislumbro no mérito do voto proferido pelo acusado qualquer benefício particular ou interesse conflitante com os da Companhia, havendo na verdade, em sentido oposto, uma convergência de interesses; e (ii).2 como membro do conselho de administração da Companhia, de violação ao art. 156 da Lei nº 6.404/1976, uma vez que (a) o dispositivo legal deve ser interpretado de acordo com a tese do conflito material, não havendo impedimento prévio à atuação do administrador, sendo necessária uma avaliação de mérito sobre os interesses envolvidos e sobre a conduta efetivamente praticada para que se avalie a ocorrência da atuação do administrador em conflito de interesses, em violação ao art. 156 da lei do anonimato, observado o mecanismo de distribuição dinâmica do ônus da prova; e (b) a manifestação do acusado na RCA se deu em atenção aos interesses da Companhia, não estando configurado no caso concreto um interesse conflitante do administrador com os interesses da Companhia.

Em resumo, com a análise do conteúdo do voto proferido - conflito de interesses sob o viés material -, reveste-se a aprovação da transação pela assembleia em regra de *disclosure*, cuja consequência será permitir, em companhias com capital diluído pelo mercado, que a assimetria de informações dê lugar a tratamento mais cuidadoso por parte dos acionistas, já que as decisões precisarão ser justificadas e contratadas com base nas condições de mercado (Narciso, 2022, p. 25). Cria-se limites mais claros e objetivos; determinante à correção das decisões atacadas, coibindo atos abusivos e contrários aos interesses da sociedade, além de diminuir a possibilidade de *tunneling* e *propping* (Pinheiro, Narciso, 2021, p. 1), objeto de análise no próximo item.

3.6.1.2. Propping, Tunneling e Gerenciamento de resultados

Em geral, a literatura reconhece três motivações para as TPRs: o *tunneling*, o *propping* e o gerenciamento de resultados. Isso porque, tanto para acionistas quanto para a administração, as TPRs podem ser usadas como mecanismo para extração de benefícios privados de controle ao custo de outros acionistas, ante a possibilidade de aprovação de transações que diminuam o valor da empresa enquanto aumentam o capital de controladores

associados, o que pode variar de graus leves a extremos de expropriação (Hendriks; Herskovich, 2018, p. 2).

Basicamente, portanto, as TPRs podem ser usadas tanto para melhorar o desempenho das empresas relacionadas quanto para prejudicar o valor da empresa, quando utilizadas de maneira imprópria²¹⁴. Diante desses cenários, investidores podem enfrentar dificuldades no momento de tomar decisões de investimentos, por não conseguirem saber a real motivação das TPRs nos relatórios contábeis (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 100).

Isso importa em maiores desafios quanto à proteção dos investimentos minoritários frente ao *tunneling*, transformando as deliberações em formas de extração de riqueza em detrimento dos acionistas minoritários²¹⁵; e ao monitoramento do *propping*, que pode reduzir o bem-estar social geral, distorcendo a concorrência na economia e alocando mal os recursos públicos em transações com estatais, além de reduzir o espaço de empresas privadas na quebra de condições de igualdade²¹⁶ (Milhaupt, Pargendler, 2018, pp. 2-7). Ademais, a competitividade, conformidade, transparência, equidade e proporcionalidade das decisões também podem ser comprometidas.

Os preços de transferência podem ser usados para realizar o *tunneling* e o *propping*, alvo de conflito de agência (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 103). A transferência de recursos de uma empresa na base da pirâmide para as que estão nos níveis superiores é chamada de *tunneling*, aumentando os ganhos pessoais dos controladores, o que abarca todas as formas de desvio de valor, tais como bens, fluxos de caixa ou as próprias ações da companhia, uso indevido de informação privilegiada, exclusão de acionista minoritário, entre outras (Kraakman *et al.*, 2018, pp. 280-281).

Portanto, utiliza-se o termo *tunneling* para descrever as diversas formas pelas quais os *corporate insiders* podem extrair riqueza da empresa em detrimento dos acionistas minoritários. A maioria dos casos de túneis se dá através de diferentes tipos de TPRs. A

²¹⁴ Para tanto, ver: Mendonça, J. C. G.; Rodrigues, M. R.; Zanolla, E.; DANTAS, J. A. Transação com parte relacionada como instrumento de fraudes corporativas em bancos brasileiros. *Contabilidade Vista & Revista, [S. l.]*, v. 32, n. 3, p. 195–216, 2021. DOI: 10.22561/cvr.v32i3.6831. Disponível em: <<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/6831>> e Matos, O. M. da S. P. de; Galdi, F. C. O Impacto das Transações com Partes Relacionadas na Performance Operacional das Companhias Listadas na Bm&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista, [S. l.]*, v. 25, n. 2, p. 84–97, 2015. Disponível em: ><https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1961>>. Acesso em 9 mar. 2025.

²¹⁵“ Para pegar alguns exemplos do Brasil, os investidores suspeitam que a Petrobras pagou demais na aquisição dos direitos de exploração de petróleo do governo brasileiro, seu acionista controlador. O governo também renegociou os contratos de concessão existentes com sua empresa controlada Eletrobrás em termos que foram rejeitados por empresas privadas de energia elétrica” (Milhaupt, Pargendler, 2018, pp. 2-3).

²¹⁶ O *propping*, em certas e determinadas condições de curto prazo - como a necessidade de liquidez pontual - mas nunca de forma geral e generalizada, pode ser considerado um aspecto positivo das TPRs (Camargo, 2019, p. 74).

canalização em túnel pode ocorrer de forma lenta e metodicamente, por exemplo, através de uma série contínua de transações que favorecem sistematicamente uma empresa de propriedade total do controlador às custas de outra empresa do grupo com ações de propriedade de terceiros acionistas ou pode tomar a forma de uma única vez, como quando um acionista controlador retira dos acionistas minoritários a um preço abaixo do valor justo de mercado (Pargendler; Milhaupt, 2018, pp. 2-3).

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

Já as escolhas contábeis agressivas e a manipulação de lucros estão relacionados ao gerenciamento de resultado²¹⁷ que, nas TPRs, pode ser oriundo de diversos incentivos que reduzem a qualidade do lucro²¹⁸. Dentre eles, o objetivo de apresentar lucros persistentes, sustentáveis a longo prazo²¹⁹, para aumentar a percepção dos usuários sobre a qualidade da informação que, útil para o processo de tomada de decisão de investidores, só acontece se os lucros estiverem refletindo o verdadeiro desempenho econômico da empresa²²⁰.

Assim, se as TPRs forem usadas para manipular esses resultados, interferindo na qualidade da informação, prejudicam o valor da empresa, a eficiência, a transparência do mercado, além de constituir preocupação relevante diante dos diversos escândalos corporativos envolvendo TPRs (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, pp. 100-101).

²¹⁷ O gerenciamento de resultados (*earnings management*) ocorre quando gerentes utilizam do julgamento nos relatórios e na estrutura das transações para enviesar o desempenho da empresa diante dos usuários e assim, influenciar as relações contratuais que são embasadas em números contábeis. In: Healy, Paul M. and Wahlen, James Michael, A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting (November 1998). Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=156445>>. Acesso em 11 set. 2024.

²¹⁸ Esses incentivos podem ser classificados como: a) expectativas e avaliações do mercado de capitais, voltados a alterar a percepção de risco sobre a empresa (alisamento de lucros, por exemplo) e a induzir os investidores a menores expectativas de lucros futuros (redução de *benchmarks*); b) contratos que são escritos em termos de números contábeis, gerando motivações contratuais para (i) orientar e calcular compensações salariais para executivos da empresa, quando tais incentivos se baseiam em medidas contábeis; e (ii) auferir limites de crédito e melhores condições de financiamento e/ou orientar cláusulas restritivas ou de proteção aos credores e; c) motivações regulatórias, tais como redução de lucros de monopolistas ou para fugir à tributação e a regras antitruste (Op. cit, pp. 10-26).

²¹⁹ A persistência do lucro é um dos atributos da informação contábil associada à contribuição na previsão de resultados futuros da empresa, sendo um aspecto desejável do lucro, pois lucros persistentes são mais úteis na avaliação de investimentos.

²²⁰ “A persistência do lucro diz respeito à sustentabilidade do comportamento dos lucros ao longo do tempo, bem como a capacidade das informações relacionadas a lucros passados basearem a previsão de lucros futuros”. Por isso, “lucros de alta qualidade são bons preditores dos fluxos futuros de dividendos e, consequentemente, bons preditores do valor da empresa” (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 102).

3.6.1.3.Comutatividade, Transparência e Competitividade

Dentre outros objetivos, Políticas para TPRs devem visar à (i) identificação das medidas e dos procedimentos a serem seguidos para tratar de conflito de interesses; (ii) garantia do caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado; (iii) informação ao mercado dos termos, das condições e das partes envolvidas em cada TPR; e (iv) exigência do órgão social competente (Assembleia Geral, Conselho de Administração ou Diretoria) que aponte alternativas disponíveis no mercado à TPR proposta.

Assim, em primeiro lugar - conforme já pontuado -, as TPRs, para serem válidas e legítimas, devem ser comutativas, isto é, proveitosas às partes contratantes, observados todos os fatores relevantes - relação de troca, adequação da metodologia de avaliação adotada aos ativos envolvidos, razoabilidade das projeções e verificação de alternativas disponíveis no mercado (IBGC, 2014, p. 11).

Para tanto, a análise das TPRs compreende duas dimensões que devem ser conjuntamente consideradas: a negociação que precedeu a TPR e o resultado obtido. Na avaliação da primeira dimensão, deve-se levar em conta a forma como a TPR foi proposta, estruturada, deliberada, aprovada e divulgada (IBGC, 2014, p. 11); aqui entram as disposições a respeito do conflito de interesses e a possibilidade de que essas transações sejam realizadas como forma de expropriação, bem como a relação com a transparência na divulgação dessas transações²²¹.

Quanto à comutatividade, conforme abordado no item de disposições legais - o art. 117, §1º, “F” e o 245, ambos da LSA -, o ordenamento jurídico traz a preocupação não em proibir as TPRs, mas em buscar que elas sejam realizadas de forma comutativa - com pagamento compensatório adequado. Para tanto, em relação ao resultado obtido, deve haver comparação com outros negócios em caráter hipotético e comparação com negócios similares no mercado (Camargo, 2019, p. 85), a permitir que quaisquer elementos que afetem o valor do objeto da transação sejam considerados (IBGC, 2014, p. 10).

A título de exemplo, operações de reorganização societária que envolvam a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum devem ser negociadas e aprovadas por partes que, na prática, representem duas vontades distintas. Conforme ressalta a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, não existem “duas maiorias acionárias distintas,

²²¹ “Pela dificuldade dos investidores obterem, acompanhar e confirmarem tais informações no dia a dia, um bom sistema de divulgação de informações, crível e completo, é fundamental para o bom funcionamento do mercado de capitais” (Camargo, 2019, p. 191).

que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”. É considerável, portanto, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa (CVM, 2008, p. 1)²²².

Nesse contexto, administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações: garantir e zelar, em atenção aos 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, para que a relação de troca e demais condições do negócio observem as condições estritamente comutativas (CVM, 2008, p. 1).

Tudo isso porque, na sistemática da Lei nº 6.404/76, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembleia geral. Por isso, por meio do Parecer CVM nº 35²²³, a autarquia sugere a instauração de um Comitê Especial Independente, compreendendo se tratar de um mecanismo apto para que tais operações sejam negociadas em condições de mercado (*at arm's length*), desde que determinados pressupostos quanto à sua composição e funcionamento sejam atendidos.

Para a autarquia, as companhias devem os seguintes procedimentos, entre outros: i) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo; ii) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função; iii) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função; iv) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação; v) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios; vi) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e vii) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à

²²² Ainda, convém ressaltar que, “embora o art. 245 determine que essas transações “observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado”, não há na Lei nº 6.404, de 1976, a imposição de qualquer cuidado adicional para a aprovação dessas transações. Quando se trata de operações comerciais, a imensa maioria delas pode ser aprovada por diretores, muitos deles com vínculos com o acionista controlador que ultrapassam a mera eleição, sem qualquer exigência de verificação pelo conselho ou pela assembleia. Assim, há importante lacuna que permite que a maior parte dessas transações, mesmo as mais relevantes, seja aprovada sem qualquer crivo ou controle de partes desinteressadas ou sem qualquer outro cuidado que assegure a essas transações uma negociação independente e comutativa.” (Dias, 2014, p. 232), o que justifica o objetivo de analisar as TPRs a partir de outros mecanismos, tais como o ESG.

²²³ O Parecer de Orientação CVM nº 35, de 01/09/2008, dispõe a respeito dos “deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum”. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>>. Acesso em 02 abr. 2024.

disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999 (CVM, 2008, pp. 2-3).

Na visão da CVM, esses procedimentos tendem a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria. A comutatividade resulta da efetividade da negociação. Em outras palavras, do engajamento das partes na busca de seu melhor interesse (IBGC, 2014, p. 14), o que inclui a necessidade de ampla e adequada divulgação dessas informações, dotando as transações de legitimidade (IBGC, 2014, p. 20).

Nesta toada, relatórios anuais da administração, formulários de divulgação de informações periódicas e eventuais e notas explicativas das demonstrações financeiras precisam conter informações claras, corretas, completas e concisas (4 “Cs”) sobre as TPRs, em linguagem direta e objetiva, evidenciando todos os elementos das TPRs, dentre os quais, para o IBGC (2014, p. 20) se destacam: (i) data; (ii) descrição detalhada; (iii) motivação; (iv) partes contratantes; (v) relação entre as partes contratantes; (vi) cronologia da negociação e decisão; (vii) preço, termos e condições, incluindo quaisquer contrapartidas; (viii) metodologia de avaliação, (ix) benefícios obtidos ou esperados pela companhia e (x) benefícios obtidos ou esperados pela parte relacionada, inclusive subsidiárias e familiares.

Embora possa parecer constatação simples e de fácil cumprimento e compreensão por parte das companhias, informações precisas e claras e transparência ainda são um desafio enfrentado pelo mercado²²⁴.

A título de exemplo, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22 (RJ 2017/5122)²²⁵, julgado em 07/07/2020, foi instaurado em resposta

²²⁴ A título exemplificativo, em pesquisa realizada em 2023 pelo Pacto Global da ONU - Rede Brasil desenvolveu uma pesquisa, em parceria com o Grupo de Pesquisa Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade (EDResp) da Faculdade de Direito, da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), constatou-se a dificuldade em encontrar, em matéria de estratégias anticorrupção adotadas pelas 100 primeiras empresas da lista do ranking de 1000 Maiores Empresas do jornal Valor Econômico de 2023, informações sobre descrição de mecanismos para interrupção de operações societárias ou sobre a possibilidade de afastamento de membros da alta direção em casos de corrupção. Isso demonstra que, mesmo em situações em que há a exigência em leis e regulamentos, a transparência é um desafio e dificulta a análise por parte de interessados/usuários de relatórios. Disponível em:

<https://go.pactoglobal.org.br/AcaocontraCorrupcao_PesquisaComplianceAnticorrupcao2023>. Acesso em 04 dez. 2024.

²²⁵ “Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Walter Sacca (“Walter Sacca”), na qualidade de diretor presidente da Springer S.A. (“Springer” ou “Companhia”), Rogério Pinto Coelho Amato (“Rogério Amato”), na qualidade de membro do conselho de administração da Companhia, e Manuel Fernandes dos Ramos Varanda (“Manuel Varanda e, em conjunto com Walter Sacca e Rogério Amato, “Acusados”), na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia. 2. A SEP imputa responsabilidade aos referidos administradores em função de alegadas irregularidades em transações com partes relacionadas envolvendo a Springer e a Afam Consultoria Empresarial Ltda (“Afam”).” Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf>. Acesso em 02 abr. 2024.

a reclamações de acionistas da Springer²²⁶ para análise de desvios na contratação, pela companhia aberta, de uma sociedade administrada pelo seu diretor-presidente (a Afam) e cujos únicos cotistas, além do referido administrador, eram membros de sua família.

Na hipótese, verificou-se uma série de irregularidades em transações entre partes relacionadas, com infração aos artigos 154, caput, e 177, §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos artigos 14²²⁷ e 24²²⁸ da Instrução CVM nº 480/2009. Dentre elas, destacou-se a omissão sistemática da informação “de que uma das principais beneficiárias dos pagamentos contabilizados como despesa geral ou administrativa era a Afam, sua parte relacionada” (CVM, 2020, p. 7).

Em síntese, o caso demonstra a não divulgação das operações com a parte relacionada nas informações periódicas da Companhia – mais especificamente nas demonstrações financeiras e contábeis e no FRE, em contraposição à exigência do Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1)²²⁹ - e aponta, conforme conclusão do Diretor Relator do caso, Gustavo Machado Gonzalez, a ocorrência de omissão - ou não evidenciação - proposital nos contratos, contribuindo para “que os investidores não tivessem visibilidade acerca dessa importante operação com parte relacionada”, ou seja, clara intenção de enganar o mercado.

Ainda utilizando-se das conclusões do relator do caso, ao exigir que tais transações sejam equitativas, a lei impõe aos administradores - e à companhia - uma verdadeira

²²⁶ São elas: sobre: (i) o montante global da remuneração de administradores da Springer para o exercício social de 2017; e (ii) a variação do saldo da conta “despesas gerais e administrativas” nas demonstrações financeiras individuais da Companhia no primeiro trimestre de 2017, comparativamente ao mesmo período no ano de 2016.

²²⁷ Art. 14, da Instrução CVM nº 480/2009: “o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

²²⁸ Na ocasião, o Diretor Relator do caso dispôs que “Segundo o artigo 24 da Instrução CVM nº 480/2009, “o FRE é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24”. Reconhecendo a relevância das transações com partes relacionadas para a regulação do mercado, o referido formulário dedica toda uma seção – a de número 16 – para tratar da matéria. De acordo com o item 16.2, a companhia deve divulgar uma série de dados acerca das “transações com partes relacionadas que, segundo as normas contábeis, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor e que tenham sido celebradas no último exercício social ou estejam em vigor no exercício social corrente”, exceto pelas “operações realizadas entre emissor e sociedades em que este detenha, direta ou indiretamente, a totalidade do capital social”.

²²⁹ Os fundamentos para tanto são: “6. O relacionamento com partes relacionadas pode ter efeito na demonstração do resultado e no balanço patrimonial da entidade. As partes relacionadas podem levar a efeito transações que partes não relacionadas não realizariam. Por exemplo, a entidade que venda bens à sua controladora pelo custo pode não vender nessas condições a outro cliente. Além disso, as transações entre partes relacionadas podem não ser feitas pelos mesmos montantes que seriam entre partes não relacionadas. 7. A demonstração do resultado e o balanço patrimonial da entidade podem ser afetados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com essas partes relacionadas. A mera existência do relacionamento pode ser suficiente para afetar as transações da entidade com outras partes. Por exemplo, uma controlada pode cessar relações com um parceiro comercial quando da aquisição pela controladora de outra controlada dedicada à mesma atividade do parceiro comercial anterior. Alternativamente, uma parte pode abster-se de agir por causa da influência significativa de outra. Por exemplo, uma controlada pode ser orientada pela sua controladora a não se envolver em atividades de pesquisa e desenvolvimento. 8. Por essas razões, o conhecimento das transações, dos saldos existentes, incluindo compromissos, e dos relacionamentos da entidade com partes relacionadas pode afetar as avaliações de suas operações por parte dos usuários das demonstrações contábeis, inclusive as avaliações dos riscos e das oportunidades com os quais a entidade se depara”.

obrigação de resultado. E, nesse caso, mesmo quando a decisão não possa ser examinada apenas sob uma perspectiva procedimental, “soluções organizacionais aptas a mitigar os riscos que justificaram o tratamento mais intrusivo da matéria podem e devem ser prestigiadas”:

31. Não há, contudo, um único modo de a administração lidar com os riscos típicos das transações entre partes relacionadas. Com efeito, o grau de envolvimento do conselho de administração, em seu papel de supervisão, **depende de uma série de fatores, como, por exemplo, o porte da companhia, a frequência com que contrata com suas partes relacionadas e a materialidade da operação. Dito isso, é inegável que o dever de fiscalizar a gestão dos diretores obriga o conselho a, no mínimo, avaliar cuidadosamente a adoção de políticas e procedimentos**

32. Mais ainda, pode-se dizer que, como regra geral, todo processo de contratação de uma parte relacionada precisa ser bem documentado, a fim de evidenciar, dentre outros aspectos, a necessidade de contratação, os critérios que levaram à escolha da parte relacionada como contraparte, as medidas tomadas para a fixação da contraprestação. Do mesmo modo, os riscos associados às transações com partes relacionadas justificam a adoção de medidas para monitorar a prestação dos serviços contratados, especialmente nos contratos de trato sucessivo ou execução continuada

33. Conquanto não haja uma receita única que sirva de modo adequado para todas as situações, a melhor prática, ao menos no caso de companhias que regularmente contratam com suas partes relacionadas – e não há nada de errado nisso –, consiste na elaboração de uma política, que, no mínimo, aprioristicamente estabeleça procedimentos para a identificação de partes relacionadas e para a negociação, aprovação, acompanhamento e divulgação desses negócios. No contexto da aprovação ou da revisão das políticas com partes relacionadas, outra medida que deve ser avaliada é a constituição de um comitê para assessorar o conselho no contexto dessas operações. Novamente, o que se espera não é a adoção automática de uma solução de prateleira, mas uma reflexão sobre se tal comitê se justifica diante das características específicas de cada companhia e, em caso afirmativo, qual deve ser sua composição e quais devem ser as suas prerrogativas.

[...]

42. Como já disse, a existência na lei societária de regras mais intrusivas para lidar com situações consideradas especialmente sujeitas a abusos não nega importância às soluções organizacionais. Embora não haja, a princípio, nenhuma irregularidade em contratar com partes relacionadas, o negócio deve necessariamente ser realizado em condições equitativas. A exigência legal, como já disse, não nega a importância aos procedimentos; ao contrário, faz com que se torne ainda mais importante a documentação de todo o processo de contratação, passando pela demonstração da necessidade da operação, da seleção da contraparte e do exame da equitatividade dos seus termos. Pelos mesmos motivos, o conselho de administração também tem um papel a desempenhar no acompanhamento de tais contratos, inclusive na confirmação de que os serviços contratados junto às partes relacionadas foram efetivamente prestados. Tudo precisa ser bem documentado, inclusive para coibir condutas desviantes (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22, pp. 8-11).

Além disso, tais regras de comutatividade e transparência, bem como outras que envolvem TPRs são, em sua maioria, obrigatórias. A implementação dessas regras, portanto, contrasta com a ideia dos princípios de governança e códigos que geralmente se baseiam no princípio *comply-or-explain*, onde o foco do *enforcement* é a conformidade com o requisito de

explicação: *comply-with-explain* (OCDE, 2013, p. 23), sob de pena de, assim não exigido, terem mínimos impactos nos resultados econômicos.

3.6.1.4. Monitoramento, Enforcement e Liberdade Contratual

O movimento de governança corporativa, bem como a vasta literatura e o setor ao qual ele deu origem, baseiam-se na premissa de que estrutura, práticas e equilíbrio de poder dentro da companhia são importantes para os resultados econômicos (Pargendler, 2014, p. 3). Todavia, qualquer estratégia jurídica que envolva, por exemplo, contratos - como as TPRs - são relevantes para esses resultados econômicos, se e na medida em que ajudam a induzir os agentes a agir no interesse da companhia (Kraakman *et al.*, 2018, p. 96).

Assim, a efetivação das normas a respeito da elaboração e divulgação da Transações com Partes Relacionadas - mas não só - é mais relevante em estratégias regulatórias como regras e *standards*, que operam para controlar os agentes. E essas regras e padrões não cumprem seu papel, ou seja, “não podem fazer isso com credibilidade a menos que sejam efetivamente exigidas” (Kraakman *et al.*, 2018, p. 97)²³⁰.

É por esse motivo que a capacidade de monitoramento e *enforcement* por parte dos agentes públicos e privados²³¹ é tão importante.²³² Por um lado, porque a LSA, analisada isoladamente, não logrou êxito em restringir a obtenção de benefícios privados por parte do controlador e, ao mesmo tempo, “os agentes econômicos buscam, de forma recorrente, meios diferentes de obter mais vantagens, muitas vezes procurando brechas legais para aplicar uma tentativa de manobra” (Cunha, 2018, pp. 151-152). Além disso, a maior parte do progresso nas práticas de governança corporativa do Brasil não se originou de mudanças estatutárias

²³⁰ A título de exemplo, o monitoramento e o *enforcement* das regras de transparência fornecem, obviamente, a base para o monitoramento e o *enforcement* de transações abusivas (OCDE, 2013, p. 26).

²³¹ “Public supervision and enforcement refers to public functions involved with i) market surveillance and supervision of market participants, and ii) the imposition of sanctions for breach of laws and dishonest behaviour. Key actors of public enforcement typically include securities regulators, prosecutors and in some cases stock exchanges functioning as public authorities. Prudential oversight does not fall within the scope of the review. Private supervision and enforcement refers to the functions performed through civil lawsuits, such as shareholder complaints, shareholder derivative suits and class actions, but also alternative dispute resolution mechanisms (ADRs) or other means of shareholder and stakeholder enforcement and means of obtaining redress. Key actors of private enforcement may include individual shareholders and stakeholders, self-regulatory organisations and institutions to which supervision and regulation is delegated by government or regulators, private-sector stock exchanges, associations of industries, shareholder associations, etc. Other actors of private enforcement may include judicial courts, lawyers and associations of minority shareholders.” (OCDE, 2013, pp. 10-11).

²³² “An enforcement system thus consists of a continuum of overlapping mechanisms ranging from private ordering via private law enforcement laws and government-enforced regulation to full government control (Djankov *et al.*, 2003). All mechanisms have their costs and benefits and tradeoffs exist. Private and public initiatives are often complements, rather than substitutes. The effectiveness of private enforcement mechanisms often depends on the effectiveness of public enforcement mechanisms. Public enforcement brings down the costs of private enforcement” (Berglof, Claessens, 2004, p. 15).

abrangentes, mas sim de uma combinação de regulamentação privada e da postura cada vez mais ativista da CVM²³³.

Por outro lado, é preciso olhar as TPRs sob o viés da liberdade contratual. Precisa-se ter em mente que, em termos de regulação, regras de governança corporativa e Transações com Partes Relacionadas - negócio jurídico empresarial -, o dinamismo que é próprio da atividade econômica requer formas jurídicas aptas a captar os anseios dos agentes de mercado, sob pena de serem frustrados os seus objetivos e solapadas potenciais eficiências (Frazão; Carvalho, 2021, p. 58) e de intervenção indevida, desnecessária e excessiva na liberdade de organização interna das companhias²³⁴.

É necessário, pois, para além da regulação estatal, que os agentes econômicos sejam capazes de criar mecanismos de acompanhamento contratual, de maneira a ressaltar práticas e finalidade do mercado que atuam²³⁵. Isso ocorre, na medida em que servem como verdadeiros ordenamentos privados, capazes de reger conjuntamente uma operação econômica complexa e diferida no tempo, orientando comportamentos (Carvalho, 2019, p. 93).

Ademais, os contratos empresariais, regidos pelo direito positivo, mas também por práticas consolidadas de mercado, aspectos reputacionais, padrões estabelecidos pela indústria, tornam-se fontes regulatórias de relações de longo prazo, à medida que deixam de ser meros instrumentos “tutelares de trocas econômicas pontuais para estruturarem verdadeiros ordenamentos privados, prevendo inclusive mecanismos de revisão e reestruturação do quadro normativo aplicável às partes afetadas” (Carvalho, 2019, p. 93)..

²³³ “First, the Commission made progress with respect to enforcement, culminating, for instance, in Brazil’s celebrated first criminal conviction for insider trading in 2011. Second, CVM came to embrace more protectionist interpretations of existing law, as in the famous Tractebel decision. By preventing controlling shareholders from voting to approve interested transactions, the Commission’s new interpretation effectively implemented a “majority-of-the-minority” approval requirement at shareholders’ meetings. Third, CVM improved the existing regulatory landscape through a variety of channels: it published a series of stringent advisory opinions on matters ranging from fiduciary duties to the scope of antitakeover defenses, instituted more expansive disclosure regulations that are stricter than the original Novo Mercado standards, and innovated in permitting proxy access (or conferring reimbursement of expenses incurred in proxy solicitations) to shareholders holding more than 0,5% of the company’s stock. And, finally, CVM has effectively exercised its statutory authority to punish illegal actions by company managers, as exemplified by the imposition of fines to the CFO and directors of listed firm Sadia. The Commission concluded that their failure to abide by the company’s risk own management policies with respect to exchange rate derivatives, which resulted in hefty financial losses following the 2008 financial crisis, constituted a violation of their fiduciary duty of care under Brazilian law.” (Pargendler, 2014, pp. 13-14).

²³⁴ Isto alerta para o fato de que “a regulação do tema objeto deste trabalho, em especial, não pode se esquivar do princípio da livre iniciativa, que constitui fundamento da própria República Federativa [...] Trata-se de uma verdadeira liberdade negocial por meio da qual pessoas naturais e jurídicas podem livremente estipular contratos privados, sendo a intervenção estatal a exceção e não a regra. [...] Ou seja, a regra geral é que não deve haver interferência estatal no domínio econômico (Camargo, 2019, pp. 180-181).

²³⁵ Para mais, ver: Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. - Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2022. 448 p.

Neste turno, considerando que (i) os agentes econômicos consideram opções pelas quais podem promover maior economia de custos de transação²³⁶, já que a liberdade de contratar em mercados envolve, por outro lado, ônus de negociação, fiscalização e execução das operações realizadas - o que dificulta, em grande medida, a expansão das atividades das partes (Frazão; Carvalho, 2021, p. 60); (ii) que as TPRs permitem a economia de recursos e facilitam investimentos estrangeiros (Hendriks; Herskovich, 2018, p. 1).

Ainda, que (iii) a elaboração ou atualização de qualquer lei empresarial é, não raro, desconexa e descompassada com as abordagens regulatórias atuais, vez que são de curta efetividade, já que destinadas a reger fenômenos econômicos, transações e negócios em constante mutação²³⁷, são lentas quanto à sua estruturação (Filho, 2022, p. 197) e tendem à universalização; e que (iv) a regulação do tema - TPRs - é genérica e descoordenada, fruto de conceitos amplos e vagos e reativa a crises e ao apelo popular, que desprezam custos de transação e operação (Camargo, 2019, p. 9).

Em continuação, que (v) não se pode atribuir às regras jurídicas toda a responsabilidade pela tradução de fatos em normas, já que a legislação deve se limitar a fixar moldes gerais para contratos típicos, de forma a garantir a conciliação entre liberdade privada e outros interesses da sociedade²³⁸. Neste sentido, em contratos complexos, - tais como as TPRs - revela-se impossível a tipificação completa de suas cláusulas²³⁹. Por esse motivo, ao invés de um quadro regulatório excessivo, é importante que a regulação seja capaz de incentivar a liberdade contratual e a autonomia privada ao mesmo tempo que atende aos imperativos das normas cogentes, especialmente as protetivas de interesses difusos (Carvalho, 2019, p. 104).

²³⁶ “Nesse sentido, tem-se que o direito privado reduz custos de transação ao fornecer figuras jurídicas a serem adotadas pelas organizações, tanto no âmbito interno – ao fornecer mecanismos de equilíbrio do poder dos integrantes de uma organização – quanto no âmbito externo – ao delinear as estruturas de ação econômica autônoma a serem encontradas no mercado” (Carvalho, 2019, p. 103).

²³⁷ Neste sentido, “embora seja tarefa árdua, a análise jurídica deve estar atenta às diversas reconstruções às quais seus conceitos são submetidos ao longo das décadas, sobretudo no que diz respeito a noções como a de contrato, sujeitas à flexibilidade e ao dinamismo de ambientes institucionais em constante e veloz transformação como ocorre no sistema econômico. Tanto é assim que, de acordo com Hugh Collins, o direito contratual paulatinamente deve ser reinterpretado e reconstruído para dar conta das mudanças sociais, especialmente no que toca à percepção de falhas de mercado a serem mitigadas por estruturas jurídicas” (Frazão; Carvalho, 2021, p. 67).

²³⁸ “Há limites à regulação, sob pena de se ‘estragularem’ as liberdades dos agentes econômicos para realizar trocas em geral” (Camargo, 2019, p. 191).

²³⁹ Neste sentido, Carvalho (2019, p. 104), acrescenta que esse é o “motivo que confirma a importância de o legislador deixar espaço para o desenvolvimento da autonomia privada mesmo quando decide pela nomeação”, ou seja, mesmo quando decide pela tipificação de um dado contrato.

Um dos desafios de regular as Transações com Partes Relacionadas é, nesse sentido, justamente o monitoramento e o *enforcement*²⁴⁰ dessas transações contratuais, essencial para garantir que a governança corporativa realize as correções de mercado, e cujo *enforcement* contra TPRs abusivas é um dos maiores desafios da governança corporativa, conforme pontuado em relatório sobre o tema pela OCDE em 2013.

Nesse relatório, que abarcava as discussões sobre governança, *enforcement* e transações com partes relacionadas, no contexto do Brasil²⁴¹, o monitoramento foi considerado um desafio contínuo, em especial para aquelas transações realizadas fora dos mercados regulamentados, porque os órgãos (auto)reguladores baseiam-se nas informações fornecidas por investidores para decidir se prosseguirão ou não com as investigações. Em adição, no contexto de grupos econômicos, embora o impacto negativo de qualquer influência da empresa controladora (de acordo com o conceito de grupo de controle de fato) deve ser divulgado, auditado e compensado, nem sempre está claro se a aplicação dessa estrutura está de fato em vigor (OCDE, 2013, pp. 25-27).

Em conclusões gerais, em relação às Transações com Partes Relacionadas, a OCDE destacou que (i) dos 27 países analisados na revisão por pares da TPR, o *enforcement* formal parece ser fraco e, em muitos casos, a confiança está nos mecanismos de mercado que se baseiam em obrigações de divulgação extensiva sobre TPRs; (ii) na prática brasileira, o *enforcement* privado é muito fraco²⁴², concentrando o ônus de garantir o cumprimento das exigências legais e regulatórias apenas aos agentes encarregados da fiscalização pública, tais

²⁴⁰ Entende-se “*enforcement*” como sendo o(s)ato(s) ou processo(s) de se fazer cumprir com uma lei, mandato, ordem, decreto ou acordo. Assim, tratam-se de atos ou processos realizados pelo regulador (estatal ou privado) de fiscalização e aplicação das regras (Donaggio, 2016, p. 395). Além disso, o termo também pode ser compreendido como “ferramenta de regulação por meio do comando e controle (C&C) e pode ser entendido como um progresso por meio de diferentes estratégias de busca da conformidade e sanções” (Pinheiro, 2017, p. 221).

²⁴¹ “Without effective supervision and enforcement, the letter of law and regulations have little meaning. This is fully recognised in the opening chapter of the OECD Principles, which emphasises the need for an effective legal and regulatory framework. The Importance of effective supervision and enforcement for sound corporate governance was also underlined in the Committee’s report from 2009 on The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. The quality of regulatory oversight and the role of enforcement have also been addressed in the Committee’s thematic reviews following the financial crisis, notably in the review on board practices, where the Committee examined enforcement of director liability for breach of duties and in the Committee’s third review, on related party transactions. It has also been dealt with extensively by the OECD Asian and Latin American Corporate Governance Roundtables.” (OCDE, 2013, p. 10).

²⁴² Esse também é o resultado de pesquisa finalizada em 2022, com foco na análise das companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3. Em termos de conflitos de interesse e TPR, ver: Narciso, Bárbara Simões. Conflito de interesses, novo mercado e eficiência autorregulatória: o compromisso firmado pelas companhias listadas na B3. In: **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. - Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2022. 448 p.

como a CVM²⁴³ e que (iii) os investidores, no Brasil, demonstram um nível muito baixo de ativismo na busca de seus direitos ou de compensação por perdas, mesmo se forem consideradas as reclamações que chegam à CVM.

Por isso, mecanismos de *enforcement* e sua eficácia devem ser avaliados em relação à principal questão de governança corporativa nos mercados emergentes: a de encontrar o nível adequado de proteção dos direitos das minorias (Berglöf, Claessens, 2004, p. 4) e dos *stakeholders* não contratuais (Kraakman *et. al*, 2018, p. 187), já que valendo-se de um contexto institucional mais fraco, as partes relacionadas encontram um ambiente propício à celebração de transações “lesivas aos interesses de sócios minoritários e credores, valendo-se, inclusive, da pouca transparência que impossibilita, na prática, um monitoramento próximo daqueles desprovidos de poder decisório²⁴⁴” (Camargo, 2019, p. 68).

Nesse cenário, o *enforcement*, sem prejuízo de regulamentos, leis e normas, é fundamental para uma governança eficaz e para a maturidade de mercado²⁴⁵, na medida em que afeta a capacidade das companhias de se comprometerem com seus acionistas e *stakeholders* (Berglöf, Claessens, 2004, p. 1)^{246,247}.

Em virtude da infinitude de transações que podem ser realizadas com partes relacionadas, a adoção de mecanismos que evitem ou atenuem riscos de *enforcement* deficiente (*under-enforcement*), ausência de transparência e prestação de contas, entre outros,

²⁴³ O relatório destacou que “[t]he main reason for that is perceived to be the shortcomings of the judicial system, starting with the incredibly slow pace in conducting the proceedings, which can make the costs of a legal lawsuit unpredictable and usually very high. Even among the few cases brought to court, the overwhelming majority close with agreements, resulting in very few decisions and little jurisprudence on corporate matters. Moreover, the judiciary does not have, as a general rule, good knowledge of corporate law issues, a problem that is exacerbated by the virtual absence of these kinds of cases in most courts (OCDE, 2013, p. 64).

²⁴⁴ De 2013 para cá, a CVM já aprimorou o cenário regulatório existente. Exemplo disso é a Resolução CVM 193, que traz preocupações em torno da materialidade das informações, bem como a obrigatoriedade de divulgação.

²⁴⁵ “Recent research supports this assertion, suggesting that enforcement of the rule of law is a, perhaps the, central functional difference between developed market economies and developing economies” (Berglöf, Claessens, 2004, p. 2).

²⁴⁶ Quanto ao ponto, Berglöf e Claessens (2004, p. 1) destacaram que “Much effort in recent years has been devoted to the formulation of ever more elaborate and complete rules of corporate governance. Many countries have established sophisticated and extensive new legal texts and regulations, often imported from developed market economies, and adopted more informal codes of conduct. [...] Yet corporate governance practices differ substantially across countries and companies (see, for example, OECD, 2003). And there are still many concerns regarding the effectiveness of corporate governance rules in transition and developed countries, as well as many developed countries. In other words, the written rules are not adhered to and pronouncements of firms are not being followed up by actions. In great part this is because rules and regulations are not enforced and increasingly policymakers have come to realize that enforcement more than regulations and laws on the books is the key problem, at least in transition and developing countries.”

²⁴⁷ Não bastante, pesquisas anteriores já estabeleceram uma correlação entre a qualidade da informação contábil e a qualidade dos mecanismos de *enforcement*, “provavelmente porque tal informação facilita o monitoramento do comportamento da administração e a construção de casos nos tribunais” (Dias, 2014, p. 103).

é imperiosa para diminuir a propensão dos agentes de mercado a cometerem infrações (Donaggio, 2016, p. 396)²⁴⁸.

Além disso, reconhecendo que o papel dos agentes econômicos não é o de ferir a liberdade contratual, torna-se ainda mais relevante a compreensão acerca de que mecanismos de governança corporativa sem a comprovação de adequada efetividade no âmbito organizacional, não é suficiente para minimizar efeitos decorrentes da responsabilização (Pinheiro, 2017, p. 222)²⁴⁹. Não por outra razão, é que se discute a necessidade de dupla materialidade em matéria de ESG e TPRs.

O monitoramento²⁵⁰, a partir da ótica da transparência, tão cara às TPRs, embora permita a análise por parte dos *stakeholders* e auxilie no *enforcement* dos (auto)reguladores, não é suficiente. A preocupação com o conteúdo é igualmente relevante dentro da preocupação de sustentabilidade empresarial, em seus múltiplos aspectos.

Por último, atualmente o mercado de capitais no Brasil e, em especial, a regulação deste, avança no sentido de “aumentar e melhorar as informações sobre as companhias abertas e suas atividades” para que as partes interessadas possam orientar melhor suas decisões de investimento, reduzindo a inevitável assimetria informacional entre quem efetivamente conhece e comanda os negócios sociais e aqueles que estão alheios do mesmos. Isso demanda, cada vez mais, “uma aplicação coletiva de estratégias e soluções jurídicas para regulá-lo (Camargo, 2019, p. 187).

E uma dessas estratégias deve ser um *enforcement* adequado, pois “de nada adianta regular um mercado sem ter uma política pública preestabelecida e mecanismos de fiscalização e cobrança eficientes” (Camargo, 2019, p. 191).

²⁴⁸ “When the general enforcement environment is weak and specific enforcement mechanisms function poorly, as in many developing and transition countries, few of the traditional corporate governance mechanisms are effective” (Berglöf, Claessens, 2004, p. 1).

²⁴⁹ Retomando mais uma vez pesquisa anterior já realizada, na oportunidade concluiu-se que o compliance não funciona sem mecanismos de enforcement adequado e sem materialidade. In: **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. - Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2022. 448 p. A preocupação no presente trabalho é que o mesmo possa acontecer com os padrões de relato internacional. Por isso, preocupa-se com a qualidade das informações do mercado e, conseqüentemente, com a confiabilidade de informações prestadas e busca-se compreender a evolução do tema para as transações com partes relacionadas. Se o objetivo desses padrões - à semelhança dos segmentos de listagem das pesquisas de compliance - é oferecer maior padrão de governança corporativa e cumprimento de ESG, inclusive quanto à materialidade, a não vinculatividade das práticas exigidas, seguidas de enforcement efetivo pelo regulador, tornaria esses instrumentos em verdadeira estratégia de *benchmark*.

²⁵⁰ Esse monitoramento, no mercado de capitais, é proveniente da regulação. Camargo (2019, p. 190), destaca que “a regulação do mercado de capitais traz, ainda, maior facilidade de monitoramento das ações e decisões por todos aqueles sócios e demais stakeholders não diretamente ligados à administração de uma sociedade, muitas vezes suprimindo os já existentes direitos legais de fiscalização”.

4. ESG: CONCEITOS E SUA RELAÇÃO COM AS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

Como a governança corporativa está em constante evolução, bem como as formas de responsabilização empresarial, o termo ESG vem se tornando cada vez mais relevante - ou controverso - no contexto corporativo²⁵¹.

Uma de suas preocupações é enfatizar, em torno das responsabilidades social e ambiental corporativa, que o funcionamento dos mercados não deve ser fruto de uma perspectiva meramente rentista e imediatista (Sztajn; Filho, 2022, p. 173). Isso exige a projeção dos efeitos decisórios no médio e longo prazos, a partir de parâmetros objetivos que permitam reduzir decisões enviesadas que, cumuladas com vieses cognitivos e limitações técnicas individuais (Silveira, 2021, p. 30), dificulte a mensuração das consequências cumulativas e integradas das práticas ambientais, sociais e de governança sobre a sustentabilidade e a geração de valor para todas as partes interessadas (Kumar, 2023, p. 1).

Nesse cenário, ao lado da Governança Corporativa clássica, o ESG representa práticas empresariais responsáveis relacionadas aos aspectos ambiental, social e de governança, materializando-se em um tripé basilar da nova organização empresarial preocupada com o foco na geração de valor a longo prazo e que compreende que, sem uma atuação eco-socialmente responsável, dificilmente haverá a perenidade da sua atividade empresarial (Sztajn; Filho, 2022, p. 175).

Assim, se a governança corporativa diz respeito à forma como as organizações são administradas, monitoradas e incentivadas para a tomada de decisões responsivas e transparentes (Silveira, 2021, p. 30)²⁵², constitui fio condutor para planejamento estratégico, minimização de impactos negativos e potencialização de resultados. É, por isso, base para iniciativas, práticas e projetos ESG, à medida que visa garantir coesão entre a realização da empresa e objetivos desta, determinando padrões e critérios pelos quais se estabelece a cultura organizacional (Pinheiro, Franco e Narciso, 2025, p. 5; Narciso, Pinheiro, 2024, p. 129).

²⁵¹ Investimentos em ESG vêm sendo considerados como diferencial competitivo - juntamente com as informações sobre governança corporativa -, ganhando especial relevância na tomada de decisões de investimentos de longo prazo, expandindo o foco da governança para a geração de valor aos *stakeholders*. Reflexo disso é o fato que, desde que foi criado - em 2005 - o ISE B3 teve alta de cerca de 294,73% contra 245,06% do Ibovespa, com índice menor de volatilidade: 25,62% em relação a 28,10% do Ibovespa (Narciso; Pinheiro, 2024, p. 127).

²⁵² Vide Capítulo 2.

Sendo assim, o ESG tem como um dos pilares a governança²⁵³, mas ambos não são sinônimos (Sztajn; Filho, 2022, p. 185), pois este acrescenta, para além das preocupações de governança - gestão transparente, financeiramente sustentável, com boa gestão de riscos, alinhada aos interesses dos *stakeholders* e ética -, as relacionadas ao aspecto ambiental, tais como recuperação e preservação do meio ambiente, com diminuição do impacto empresarial causado por atividades econômicas (Pinheiro, Franco e Narciso, 2025, p. 5)²⁵⁴.

Pode-se dizer, nesta toada, que enquanto a governança apresenta interesses, objetivos e objetos mais restritos ao interesse social e à realização do objeto social da empresa, o ESG, ao contrário, não obstante boa parte da ampliação da governança faça interseção com o tema, traz uma ótica de que o objeto social precisa atender, para além de interesses internos, os externos, incorporando valores e exigências fora do corpo societário (Narciso, Pinheiro, 2024, p. 130)²⁵⁵.

Sua maior relevância e inserção no contexto atual se dá a partir da iniciativa do *Business Roundtable*, em 19 de agosto de 2019, de anunciar uma declaração sobre quais devem ser os propósitos de uma companhia, englobando cinco grandes grupos de interessados: acionistas, consumidores, fornecedores e comunidades. A inovação relevante se deu porque “as justificativas para a mudança de postura não dizem respeito à caridade ou à solidariedade, mas sim ao reconhecimento de que a nova visão empresarial é a única compatível com a rentabilidade a longo prazo das empresas” (Frazão, 2021, p. 87).

Após isso, com discussões provenientes da iniciativa do *Business Roundtable*, o Fórum Econômico Mundial de janeiro de 2020²⁵⁶, a partir do Manifesto de Davos, reforçou o compromisso das empresas com (i) a manutenção de um ecossistema mercadológico ético, com tolerância zero com a corrupção e práticas anticoncorrenciais; (ii) tratamento digno e respeitoso para com funcionários, honrando a diversidade e respeitando o meio ambiente e os direitos humanos, com o objetivo de se esforçar para melhorar continuamente as condições de trabalho; (iii) compreensão da inovação como instrumento para o bem-estar das pessoas; (iv)

²⁵³Todo esforço que se destina a distinguir dois institutos muitas vezes resulta em contribuição limitada para a aplicação prática desses, mas é importante, pois ajuda a preservar a integridade do termo ESG, de maneira a afastar, em certa medida, o seu manejo de forma inadequada, como a sua utilização para caracterizar situações cujo conteúdo não preenche a complexidade do conceito.

²⁵⁴ Nesse rol, incluem-se o uso de fontes de energia renováveis, a diminuição da emissão de carbono, a diminuição do desmatamento, a gestão de resíduos e a adoção da economia circular.

²⁵⁵ Neste sentido, entende-se que o ESG representa hoje, para a governança, o que deve ser um nível ótimo. Ou seja, uma expansão do foco de preocupações empresariais das discussões entre minoritários e majoritários para alcançar uma agenda que considere a adaptação das atividades empresariais em contraposição ao shortermism.

²⁵⁶Disponível em:

<<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>>. Acesso em 05 fev. 2024.

atendimento à sociedade e apoio às comunidades; (v) uso seguro, ético e eficiente de dados pessoais; (vi) compromisso mais amplo com o mundo e futuro global, especialmente em multinacionais, entre outros.

Todavia, longe de afastar o interesse de acionistas, o Manifesto dispôs que o objetivo de uma empresa é o de justamente envolvê-los na criação de valor compartilhado e sustentável, atendendo aos interesses não apenas dos acionistas, como também de funcionários, clientes, fornecedores, comunidades e sociedade em geral. Dessa maneira, “há um convite para que o desempenho das companhias seja medido e avaliado não apenas com base no retorno aos acionistas, mas também com base no atendimento de objetivos ambientais, sociais e de governança” (Frazão, 2021, p. 90).

Nos últimos anos porém, o mundo passou pelo “efeito Greta Thunberg”²⁵⁷, sugerindo um aumento da consideração de fatores ESG como parte das prioridades do processo de investimento, levantamento de capital, geração de valor, entre outros, com impulso crescente entre as partes relacionadas para aumento da autenticidade, transparência e responsabilidade das estratégias de ESG, inclusive com aumento do rigor de relatórios ESG ao nível dos relatórios financeiros e a crescente aceitação de que os investimentos que consideram os critérios de ESG podem gerar oportunidades comerciais mais fortes e sustentáveis (KPMG, 2023, p. 2)²⁵⁸.

Por outro lado, avançam as correntes que levantam dúvidas sobre o impacto e os resultados dessas métricas. Esses debates envolvem (i) argumentação sobre falhas e limitações fundamentais nas remunerações de CEO baseadas em ESG, reportando que a pressão por métricas ESG ignora e exacerba o problema de agência da remuneração desses executivos²⁵⁹ e, dentre outros, (ii) o fato de que o ESG (a) não enfrentará os desafios ambientais e sociais urgentes de nossa geração, porque as classificações que fundamentam a seleção de fundos de ESG são baseadas em “materialidade única” - o impacto do mundo em

²⁵⁷ Jovem ativista climática que relembrou o mundo, através de diversas manifestações, que a adesão ao sistema econômico atual representa uma traição às gerações futuras, devido à sua insustentabilidade ambiental. Não suficiente, os *millennials* e a Geração Z trazem uma forte tendência ao mercado de não querer trabalhar, investir ou comprar de empresas que não têm valores além da maximização do valor para os acionistas. Disponível em: <<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/why-we-need-the-davos-manifesto-for-better-kind-of-capitalism/>>. Acesso em 05 fev. 2024.

²⁵⁸ Nesta esteira, houve um impulso crescente entre as partes interessadas, incluindo reguladores e normatizadores, para aumentar a autenticidade, a transparência e a responsabilidade das estratégias de ESG. Para tanto, elevar o rigor dos relatórios ESG ao nível de relatórios financeiros, bem como estabelecer uma abordagem consistente, com a identificação de métricas de ESG relevantes são a base desse processo para possibilitar decisões de investimento com base nessas informações (KPMG, 2023, p.3).

²⁵⁹ E que o incentivo e a expansão do uso desse tipo de remuneração pode dar aos executivos interessados uma ferramenta poderosa para aumentar seus ganhos sem criar um valor significativo para os acionistas e, ao mesmo tempo, diluir os incentivos dos executivos para agregar valor aos acionistas. Para mais, ver: Bebhuck, Tallarita, 2022.

transformação sobre os lucros e perdas de uma empresa, e não o contrário²⁶⁰; (b) confunde os investidores porque as classificações são construídas com bases comparativas de pares do setor e não em padrões universais²⁶¹; (c) não gera impacto significativo no E ou no S²⁶²; e (d) ainda não provou que oferece melhores retornos ou desempenhos financeiros.

A pressão contra as iniciativas ESG não é nova, mas ganhou força com a reeleição de Trump que, conhecido por sua postura cética em relação a mudanças climáticas e pela tomada de decisões que enfraquecem regulações ambientais durante seu primeiro mandato, vem legitimando a pressão de investidores e líderes empresariais que já se orientavam no sentido de minimizar a relevância das iniciativas ESG²⁶³. Os impactos podem ser observados, por exemplo, quando grandes empresas como a Meta, McDonald's, Walmart e Boeing começaram a recuar em relação ao seus compromissos ESG²⁶⁴.

As críticas são importantes para evolução e justificativa diária não só para as companhias, como também para investidores que consideram as métricas ESG importantes para a realização de investimentos. No contexto do presente trabalho, embora haja debates sobre a eficácia dessas métricas e seu impacto real, entende-se que a integração desses critérios nas práticas empresariais contábeis vem promovendo maior transparência, responsabilidade e alinhamento com as expectativas de investidores e sociedade.

Inclusive, objetiva-se analisar padrões de relatórios ESG para verificar em que medida eles trazem maior ou menor esforço de compatibilidade com as regras brasileiras, o que contribui para verificar se, no tocante à confusão de investidores, é possível atribuir resultados

²⁶⁰ Para mais, ver : <<https://hbr.org/2022/08/esg-investing-isnt-designed-to-save-the-planet>>; <<https://www.bbc.com/worklife/article/20231114-how-esg-came-to-mean-everything-and-nothing>>; <<https://www.renewablematter.eu/en/rm49-finance-are-esg-ratings-working>>. Acesso em 16 fev. 2025.

²⁶¹ Sobre o ponto, há uma pesquisa demonstrando que 70% dos executivos não possuem confiança em seus próprios dados de ESG informados às partes interessadas. Disponível em: <https://www.esgtoday.com/survey-over-70-of-execs-lack-confidence-in-esg-data-reported-to-stakeholders/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=survey-over-70-of-execs-lack-confidence-in-esg-data-reported-to-stakeholders>. Acesso em 16 fev. 2025.

²⁶² “Almost all ESG fund types invest in securities that trade in secondary markets. As a result, even if planetary welfare were a principal objective of ESG investing, measurement of impact would be unfeasible. To determine if each fund’s investments were making an impact, it is necessary to demonstrate additionality — defined as “that but for this investment, the measured outcome would likely not have occurred, thereby creating impact.””. Disponível em: <<https://hbr.org/2022/08/esg-investing-isnt-designed-to-save-the-planet>>. Acesso em 16 fev. 2025.

²⁶³ Informação disponível em: <<https://www.atribuna.com.br/projetos/esg/retrocessos-na-politica-ambiental-global-o-impacto-da-retirada-dos-eua-do-acordo-de-paris-1.450369>> e <<https://exame.com/esg/o-desafio-esg-da-eleicao-de-trump-negacionismo-ou-um-recomeco/>>. Acesso em 14 mar. 2025.

²⁶⁴ Informação disponível em: <<https://www.bloomberglinea.com.br/2025/01/23/recuo-em-agenda-esg-nos-eua-cria-oportunidade-ao-brasil-ve-maior-gestora-na-area/>>. Acesso em 14 mar. 2025.

ou declarações de impacto comparáveis em termos de TPRs sem que o destinatário do relatório precise recorrer a diversos documentos²⁶⁵.

4.1. TPRs e ESG

No contexto de TPRs, a literatura aponta diversos escândalos financeiros envolvendo a manipulação de lucros e transações fraudulentas com partes relacionadas²⁶⁶. Isso gerou uma série de preocupações relacionadas à qualidade das informações financeiras e contábeis, mormente pela possibilidade de os gerentes corporativos poderem explorar as características do sistema contábil para realizar a manipulação de resultados (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, p. 1) em prol de uma falsa atuação em conformidade com os padrões exigidos pelo mercado.

Essa manipulação pode ocorrer por meio do desvio de operações comerciais normais ou pelo aumento de lucros por meio das TPRs entre empresas de um mesmo grupo ou para que as TPRs sejam utilizadas para a obtenção de benefícios ou redirecionamento de lucros para acionistas controladores.

Conforme capítulo anterior, as TPRs são operações comuns no cotidiano de grandes operações e têm tanto o potencial de melhorar a eficiência dos negócios, trazendo mais sinergia para operação (Gonçalves *et al.*, 2023, p. 98) e redução de custos de transação por meio de mercado interno do grupo corporativo (Gavana, Gottardo e Moisello, 2022, p. 4), quanto a possibilidade de serem utilizados sob hipótese de conflito de interesses, para obter benefícios ou transferir lucros e ativos para maximizar benefícios de acionistas majoritários em detrimento dos minoritários, prejudicando o valor corporativo.

Quando as TPRs que reduzem valor corporativo ocorrem, a administração de uma empresa tem incentivos para usar práticas de gerenciamento de resultados para justificar ou aumentar os benefícios extraídos ou para mascarar a expropriação de recursos em favor dos acionistas controladores (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, p. 4).

Ainda, companhias com mais TPRs tendem a ter relatórios ambientais mais controversos, com menos redução de emissões e menos gastos ambientais. Isso corrobora para a hipótese que considera que os custos marginais de implementação de responsabilidade

²⁶⁵ Uma das críticas quanto à confusão de investidores dispõe que “There are multiple ongoing efforts to standardize ESG reporting, but, for the foreseeable future, ESG investors will not have access to comparable, accurate measures, making it nearly impossible to attribute results or make impact claims.” Op cit e <<https://hbr.org/2022/02/we-need-universal-esg-accounting-standards>>. Acesso em 16 fev. 2025.

²⁶⁶ Em rol exemplificativo: Enron, Adelphia, Worldcom, Subprime Mortgage nos EUA, Bank of Credit and Commerce no Reino Unido, Parmalat e Cirio na Itália.

social corporativa podem superar os benefícios para empresas que se envolvem nessas atividades e que essas transações podem estar associadas não apenas a externalidades negativas, mas também a decisões de redução de valor no longo prazo (Choi *et al.*, 2022, pp.1-2).

Por outro lado, mecanismos de ESG podem possuir um impacto positivo na diminuição de relatórios controversos sobre transações com partes relacionadas (Choi *et al.*, 2022, p.4), apontando a relação entre ESG e sua relação negativa com a manipulação contábil, a sugerir que empresas que possuem alto nível de governança não usam significativamente as TPRs como substitutas do gerenciamento de resultados o desempenho de ESG. Nesse sentido, o desempenho de ESG pode atenuar as irregularidades financeiras e, dentre outros, práticas de evasão fiscal e a manipulação contábil de lucros²⁶⁷.

No mesmo sentido, sugere-se que a preocupação com ESG é uma forma de responsabilidade gerencial que pode reduzir os custos de agência, porque o desempenho de ESG aumenta a expectativa dos acionistas e, por sua vez, a pressão sobre a administração para que empregue práticas comerciais éticas (Gavana, Gottardo e Moisello, 2022, pp. 5-18)²⁶⁸, preservando a legitimidade das TPRs e diminuindo a sua utilização como forma de manipulação dos resultados financeiros de uma companhia.

Em continuação, as TPRs podem ser um indicador importante de uma governança corporativa - G do ESG - porque entende-se que uma característica marcante da governança sólida é capacidade de solucionar, de forma eficaz, conflitos de uma organização²⁶⁹,

²⁶⁷ “A company’s focus on ESG and sustainable business operations suggests that management seeks to make responsible decisions by taking care of stakeholders’ interests and expectations, whilst earnings management practices reveal the opposite behavior in conducting business” (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, p. 5).

²⁶⁸ “Conversely, the analysis of the impact of ESG performance points out an overall moderating effect on the relation between RPTs and AEM, supporting H2b. More specifically, social and governance performance exerts a moderating effect on the association between RPTs and downward earnings management. This suggests that more socially responsible firms are less prone to use RPTs as an additional form of earnings management or a method to mask the expropriation of minority shareholders to the benefit of controlling stockholders. This effect is consistent with the empirical evidence that firms more committed to social activities are less prone to manipulate their financial information [13,37]. Social aspects are an external factor that motivate firms to act in order to preserve their image, and socially oriented companies prefer to develop long-term relationships with their stakeholders whilst AEM practices conflict with this attitude as they harm shareholders’ interests. Moreover, ESG performance increases stakeholders’ expectations of a firm’s behavior, and AEM might undermine stakeholders’ trust and produce a pragmatic and moral legitimacy gap, jeopardizing a firm’s durability [42,68]. The same moderating effect holds for firms with good systems and processes to ensure that their management behaves in the interest of their shareholders at large. The results also indicate that good governance mechanisms moderate the possible use of RPTs as a substitute for upward accrual-based earnings management. This is consistent with empirical evidence pointing out that governance performance strongly moderates the use of AEM [16]. These findings are consistent with the view that the concern for ESG is a form of management responsibility that can reduce agency costs [68] stemming from the association between RPTs and accrual earnings management” (Gavana; Gottardo; Moisello, 2022, p. 18).

²⁶⁹ Por esse motivo, a Security and Exchanges Board of India (SEBI) sustentou que a capacidade de uma dada companhia de resolvê-los é um indicador de solidez da governança corporativa. Disponível em:

justificando-se a confiança das TPRs como um dado importante para as classificações de ESG.

Cada tipo de transação com parte relacionada pode ser usada para distorcer relatórios financeiros à sua própria maneira, mas essas transações não são necessariamente mecanismos de fraude, sua presença não precisa indicar relatórios financeiros fraudulentos e a capacidade de identificar a natureza benigna das transações com partes relacionadas e as características diferenciadoras entre transações benignas e fraudulentas, justifica a importância de avaliar as transações com partes relacionadas de uma empresa à luz de sua estrutura mais ampla de governança corporativa (Henry *et al.*, 2007, p. 7).

A superação do *trade off* entre o custo de complexidade e o benefício de disfarçar uma transação é função da governança corporativa, já que uma empresa que se envolve em TPRs enfrenta desafios de governança (Henry *et al.*, 2007, p. 28).

Alinhado às críticas ao ESG, constata-se uma dificuldade em torno do exame da materialidade dos fatores ESG, muito porque atualmente a qualidade da análise de materialidade varia muito de uma organização para outra. Cada organização possui seus próprios métodos para determinar a relevância das informações que considera para elaborar os seus relatórios de sustentabilidade e, por consequência, a governança corporativa.

Essa mesma dificuldade se estende à materialidade de TPRs, já que elas permanecem entre os itens com menor adesão no FRE²⁷⁰ e, historicamente, a sua auditabilidade é limitada à confirmação que as exigências foram cumpridas, em vez de responder ao risco de distorção relevante como resultado de fraude ou erro.^{271,272}

Assim, o filtro para determinar informações relevantes e abordagens para rastrear, medir e agir com base em informações de ESG não são uniformes; ao contrário, dependem de fatores específicos de cada investimento, incluindo o setor, a geografia e a maturidade da empresa (KPMG, 2023, pp.3-4). Isso se alia à dificuldade de avaliar as características de ESG

<https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/reports/feb-2023/consultation-paper-on-esg-disclosures-ratings-and-investing_68193.html>. Acesso em 25 mar. 2024.

²⁷⁰ Conforme pontuado no item “1.4.3 Diretrizes e melhores práticas em termos de Transações com Partes Relacionadas” do Capítulo 3.

²⁷¹ “The work currently performed by auditors on related party relationships and transactions varies. Auditors often see related party relationships and transactions as disclosure issues under IAS 24, FRS 8 and companies legislation, and they audit disclosures to confirm that the requirements have been met, rather than responding to the risk of material misstatement as a result of fraud or error. ”. Disponível em: <<https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/audit-and-assurance/audit-and-assurance-faculty/publications/others/the-audit-of-related-parties-in-practice.ashx>>. Acesso em 16 fev. 2025.

²⁷² É o resultado da pesquisa empírica realizada em 2020 e 2022 nas companhias listadas no Novo Mercado, fruto de pesquisa realizada no âmbito do Grupo Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade (EDresp), vinculado à Universidade Federal de Juiz de Fora, hipótese em que se destacou que “apresentar uma TPR torna-se mais uma questão de conformidade com as normas estabelecidas pelo autorregulador, do que uma adaptação do conflito de interesses à realidade a que a companhia está submetida” (Narciso, 2022, p. 47).

devido à falta de informações observáveis; e indicadores-chave de desempenho (KPIs) mensuráveis e verificáveis sobre as metas de ESG são essenciais para promover a confiança, o crescimento e a confiança de longo prazo²⁷³.

Ademais, empresas - nacionais ou multinacionais - estão em diferentes estágios de suas integrações de ESG e, portanto, abordam considerações de ESG de forma diversa, muitas vezes com base no tamanho da empresa, na presença geográfica, na dinâmica do setor e no fato de a empresa ter uma estratégia de ESG bem articulada²⁷⁴.

Não bastante, também existe a dificuldade de análise por parte dos interessados, porque há relativamente (iii) baixa disponibilidade de dados quantitativos disponíveis, tornando difícil o processo dos investidores de apoiarem suas estratégias com números (Bloomberg, 2021); e (iv) a própria noção do que é material ou materialidade para a gestão de riscos de uma empresa muda ao longo do tempo, de empresa para empresa e depende de uma combinação de fatos, prática e direitos e, em última análise, da tomada de decisão e transparência.

Ainda, (v) apesar do foco crescente em ESG, os esforços têm sido fragmentados, pois o mercado global não tem consenso sobre o tipo de divulgação de ESG que é necessário, assim, embora as companhias, por vezes, estejam dispostas a divulgar mais informações sobre investidores, ainda não se possui ideia concreta sobre o que, onde e quando divulgar as informações consideradas materiais²⁷⁵.

De outro lado, verifica-se que, mesmo que as exigências em termos de ESG e, principalmente, de governança corporativa tenham aumentado nos últimos anos, um problema fundamental tem escapado - em termos de monitoramento e não de exigência - aos órgãos (auto)reguladores, e que está no cerne da prática sobre ESG: a materialidade.

Segundo a Anbima, a Governança continua sendo o aspecto do ESG mais observado no mercado²⁷⁶ e, mesmo assim, no ano de 2023, o Brasil foi alvo de diversas agitações no

²⁷³ ISDA. *Accounting Analysis for ESG-related Transactions and the Impact on Derivatives*, 2021, p. 3.

Disponível em:

<<https://www.isda.org/a/JvTgE/Accounting-Analysis-for-ESG-related-Transactions-Sept-2021.pdf>>. Acesso em 25 jun. 2024.

²⁷⁴ Disponível em:

<<https://www.thetaxadviser.com/issues/2023/sep/integratin-transfer-pricing-and-esg-practical-considerations.htm>>. Acesso em 20 dez. 2023.

²⁷⁵ Disponível em:

<<https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/01/Guide-for-Company-Advisers-to-ESG-Disclosure-in-Leveraged-Finance-Transactions.pdf>>. Acesso em 20 dez. 2023

²⁷⁶ Informação disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/governanca-e-o-aspecto-do-esg-mais-observado-pelas-gestoras-de-recursos-8A2AB2887E4BC696017E54173A2C381B-00.htm#:~:text=Pesquisa%20da%20ANBIMA%20>.

Acesso em 15 fev. 2024.

mercado financeiro por conta de problemas diretamente ligados à governança, como foi o caso da Americanas S.A. (“AMER3”), empresa listada no segmento do Novo Mercado da B3, envolvida em fraudes contábeis de cerca de R\$ 20 bilhões de reais²⁷⁷. Soma-se a isso o caso da 123 milhas²⁷⁸ e do Magazine Luiza (“MGLU3”).

O primeiro, em específico, envolveu Transações com Partes Relacionadas e reacendeu o questionamento a respeito de informações - e os documentos exigidos - sobre relações com partes relacionadas serem efetivamente considerados para a avaliação ESG. Para tanto, o próximo item irá expor o conceito e a origem do ESG e apresentar sua correlação com o tema das partes relacionadas.

4.2. Conceitos e origem

Embora a iniciativa do *Business Roundtable* tenha sido responsável por acelerar a demanda de investimentos em ESG, o termo foi originalmente criado pelo Pacto Global e utilizado pela primeira vez no relatório *Who cares wins*²⁷⁹, em parceria com o Banco Mundial, em 2004. A partir de uma provocação da ONU²⁸⁰ para 50 CEOs de grandes instituições financeiras, dizendo respeito, sobretudo, a ações, iniciativas e boas práticas voltadas ao objetivo de as companhias serem sustentáveis, socialmente responsáveis e gerenciadas de maneira ética, adicionou-se uma nova agenda ao mercado acionário global: a busca por soluções corporativas para o desafio da sustentabilidade.

Nesse contexto, a criação do PRI (*Principles for Responsible Investments*) organização global apoiada pela ONU em 2006, sedimentou o investimento responsável no

²⁷⁷ Em 11 de janeiro foi divulgado Fato Relevante sobre supostas fraudes contábeis que provocaram um rombo de R\$20 bilhões de reais e, somado a isso, os ex-diretores da companhia foram acusados de venderem R\$ 244 milhões de reais em ações de sua titularidade no final de 2022, presumindo o conhecimento acerca da real situação da companhia. In: TIMM, CARDOSO, 2024, 36.

²⁷⁸ A 123 Milhas é uma empresa, atualmente em Recuperação Judicial, que negociava milhas de companhias aéreas em um mercado criado para este fim, mas sem autorização legislativa para tanto em que se supõe dívidas de aproximadamente R\$ 350 milhões apenas com antecipação de recebíveis - leia-se securitização - (TIMM, CARDOSO, 2024, p. 37) e que, à semelhança dos casos da Enron e AOL, nos Estados Unidos - que usaram contratos de venda e energia - , a empresa tenha se utilizado de uma “contabilidade criativa” para capitalizar os gastos de marketing como ativos ao invés de lance-los como despesas. Disponível em: <<https://braziljournal.com/opiniao-a-contabilidade-criativa-da-123-milhas-a-versao-brasileira-da-enron-e-aol/>>.

Acesso em 19 de jun.2024

²⁷⁹ Disponível em:

<<https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PU-BLIC.pdf>>. Acesso em 15 fev. 2024.

²⁸⁰ Especialmente de Kofi Annan, Secretário-Geral da ONU naquele período, o qual pontuou que era necessário “darem um rosto mais humano à globalização, para que o maior número possível de pessoas possam desfrutar de seus benefícios”. Essa convocação sintetiza o movimento chamado de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) ou Responsabilidade Social Corporativa (RSC).

mapa²⁸¹ e possibilitou a estruturação dos ODSs conhecidos como Agenda 2030 -, sintetizando os desafios ESG e convidando um desempenho das companhias, medido e avaliado não apenas “com base no retorno aos acionistas, mas também com base no atendimento de objetivos ambientais, sociais e governança” (Frazão, 2021, p. 90). Como consequência, o funcionamento das organizações é acompanhado pelo surgimento de novas expectativas e normas regulatórias ao redor de todo o mundo (Kumar, 2023, p. 1).

Em suma, o conjunto de práticas empresariais que formam o ESG podem ser definidas como a “inclusão explícita pelos gestores de ativos dos riscos e oportunidades” de ambiental, social e governança “na análise financeira tradicional e nas decisões de investimento com base em um processo sistemático e em uma fonte de pesquisa apropriada²⁸²” (EUROSIF, 2014, p. 17), adotando critérios além dos indicadores usuais do mercado - como rentabilidade, competitividade, solidez, níveis de endividamento (B3, 2022, p. 3) - ao englobar e reconhecer as implicações variadas da atividade empresarial, e utilizá-lo para reduzir e gerir riscos compartilhado com empresas, comunidades, governo e sociedade em geral, fornecendo incentivos para inovações e colaborações no tema (UNEP, 2020, p. 3)²⁸³.

Nos últimos anos, isso representou uma tendência de medir e avaliar as empresas com base em seus fatores ambientais (E), sociais (S) e de governança (G).

O Acordo Climático de Paris e os ODS das Nações Unidas, por exemplo, aceitos em 2015, atuaram, neste ponto, como catalisadores para maior adoção e monitoramento de práticas corporativas sustentáveis separadas e distintas dos esforços de responsabilidade social corporativa (Kumar, 2023, p. 2).

²⁸¹ “Um fator que também vem impulsionando o investimento responsável é a oferta crescente de produtos e serviços que consideram aspectos socioambientais e de governança corporativa, como os índices de sustentabilidade das bolsas de valores, fundos de investimento atrelados a tais índices (ETFs: exchange-traded funds), títulos de dívidas vinculadas à sustentabilidade (Sustainability-Linked Bonds, ou “SLBs”), títulos sociais e verdes (Social Bonds e Green Bonds), e os segmentos especiais de listagem em bolsas de valores. Outra modalidade crescente nesse campo são as operações de blended finance, em que recursos públicos ou filantrópicos são combinados em instrumentos financeiros, com o objetivo de viabilizar e incentivar a alocação de capitais privados em investimentos para o desenvolvimento sustentável” (B3, 2022, p. 15).

²⁸² Nesse sentido, ver: ei-An Li, Hanyu Du, Feng He. Mandatory corporate ESG disclosure and default risk – Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 89, 2025, Disponível em: < <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102578>>. Acesso em 17 fev. 2025, pesquisa em que se destacou que a divulgação de ESG, embora não afete significativamente o retorno das ações, reduz a volatilidade dos preços e aumento a liquidez de ações, mostrando que o envolvimento corporativo e a divulgação de atividades ESG podem promover a governança corporativa.

²⁸³ Todavia, compreende-se que inexistente um conceito único de ESG, primordialmente, porque o mecanismo diz respeito às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização corporativa e pode, nesta toada, utilizar-se de diversas estratégias para o alcance de objetivos empresariais que consideram a implementação de ações que visem à legitimidade da empresa perante a sociedade. Além disso, envolve benefícios competitivos para adotantes do ESG e discussões a respeito de *greenwashing*, *diversitywashing*, capitalismo consciente, entre outros.

Nesse sentido, o Banco Mundial define que os investimentos ESG, no aspecto ambiental, envolvem mudanças climáticas, eficiência de recursos, poluição, biodiversidade e emissões de carbono; no aspecto social os principais elementos estão relacionados à saúde e segurança, saúde e educação, padrões trabalhistas, relações com a comunidade, direitos humanos e políticas de diversidade; e no aspecto de governança, as principais questões são leis, transparência, corrupção, força institucional e governança corporativa²⁸⁴.

O modelo de governança ambiental, social e corporativo é, em síntese, a aplicação de um mecanismo desenhado segundo parâmetros operacionais, tais como, mas não só, qualidade de vida, proteção ambiental, avaliação de comportamentos individuais e coletivos (Sztajn; Filho, 2022, pp. 173-185) e valorização do capital humano.

As empresas, neste último sentido, como parte da sociedade, têm o dever de trabalhar com práticas socialmente responsáveis, reduzindo as desigualdades e atuando em prol do bem-estar social²⁸⁵. Importa dizer, portanto, que o ESG engloba todos esses fatores e integra agentes distintos da governança clássica, além de constituir importante ferramenta de acesso ao crédito (Narciso; Pinheiro, 2024, p. 130), estando alinhado à Teoria dos *Stakeholders*, o que confirma o movimento da governança corporativa como um aspecto a ser considerado para a utilização de ESG em operações financeiras, tais como as TPRs.

4.3. Sustentabilidade ambiental, econômica e social

O termo desenvolvimento sustentável foi cunhado pela primeira vez em abril de 1987 pela Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento da ONU, com a publicação do documento *Our Common Future*, também conhecido como relatório Brundtland, apresentando um novo olhar sobre o desenvolvimento e definindo-o como “aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem a suas próprias necessidades” (CMMAD, 1991, p. 466).

²⁸⁴ Informação disponível em:

<<https://thedocs.worldbank.org/en/doc/456161535383869508-0290022018/original/EnvironmentalSocialFrameworkPortuguese.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2024.

²⁸⁵ Neste sentido, o ISE B3 adota como critérios, entre outros, adoção de práticas trabalhistas; foco na saúde e segurança da pessoa trabalhadora; engajamento, diversidade e inclusão dos funcionários; preocupação com os direitos humanos e relações com a comunidade; investimento social privado e cidadania corporativa; atenção à acessibilidade técnica e econômica; a qualidade e segurança do produto; a prática de vendas e rotulagem do produto; a promoção do bem-estar do cliente; o cuidado com a privacidade do cliente; e a dedicação à segurança de dados.
<https://www.b3.com.br/data/files/36/65/97/55/50ED0810C493CD08AC094EA8/ISE%20B3%202022%20-%20Site.pdf>. Acesso em 03 nov. 2023.

Também houve uma contribuição importante de John Elkington para consolidar esse entendimento. O britânico cunhou, em 1994, o conceito do *Triple Bottom Line* (TBL), tripé da sustentabilidade empresarial, que envolve resultados ambientais, sociais e econômicos²⁸⁶.

De lá para cá, a sustentabilidade tem recebido grande atenção na esteira de várias questões transversais, tais como mudanças climáticas, poluição industrial, escândalos contábeis e financeiros, remuneração excessiva de gerentes, entre outros. Todavia, longe de consistir em conceito fechado, a sustentabilidade é aberta a considerações e entendimentos específicos de cada contexto, embora possa ser considerada a partir de três pilares interconectados: econômico, ambiental e social (Di Simone; Petracci; Piva, 2022, p. 1).

Nessa perspectiva, pode-se dizer que enquanto a dimensão ambiental está relacionada à "produtividade e funcionamento contínuos dos ecossistemas", bem como à "proteção dos recursos genéticos e à conservação da diversidade biológica", e a dimensão social está relacionada à "satisfação contínua das necessidades humanas básicas" dos indivíduos, a dimensão econômica trata das "limitações que uma sociedade sustentável deve impor ao crescimento econômico" (Brown; Hanzon; Liverman, 1987, pp. 716-717).

Nesse sentido, a dimensão econômica está relacionada à eficiência empresarial, sem a qual as companhias não se perpetuariam (Barbieri, 2010, p. 150). No contexto de ESG, embora as informações tenham uma natureza eminentemente não financeira, elas estão fortemente associadas a resultados financeiros positivos, impactando demonstrações contábeis, desempenho de ações, perfis de risco e custos operacionais (Appelbaum, *et al.*, 2023, p. 2)²⁸⁷.

Além disso, a materialidade pode ser utilizada tanto para reforçar a confiabilidade das informações relevantes divulgadas quanto para distorcê-las, comprometendo a fidelidade de demonstrações financeiras (Appelbaum, *et al.*, 2023, p. 30). Por isso, considerando que as TPRs envolvem essencialmente conteúdos presentes em relatórios financeiros que, se

²⁸⁶ Já em 1997, com a publicação do livro "Sustentabilidade: Canibais com Garfo e Faca" por John Elkington, houve a popularização do conceito dos três pilares da sustentabilidade empresarial. Para mais, ver: BARBIERI. *Inovação e sustentabilidade: novos modelos e proposições*. RAE • São Paulo • v. 50 • n. 2 • abr./jun. 2010 • 146-154. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-75902010000200002>>. Acesso em 15 fev. 2024.

²⁸⁷ "Os fatores determinantes por trás dessa associação positiva podem resultar da melhoria da reputação da empresa, do fortalecimento das capacidades de inovação e do gerenciamento eficaz de riscos devido a uma forte posição de ESG (Vishwanathan *et al.* 2020). Por outro lado, iniciativas de sustentabilidade fracas podem criar riscos significativos para a empresa e gerar resultados financeiros adversos.[...] O outro caso de notória controvérsia de ESG aconteceu durante o surto de COVID, no qual a empresa britânica Boohoo foi acusada de "escravidão moderna". Um relatório secreto publicado em julho de 2020 aponta que a gigante do fast fashion explorou seus funcionários da fábrica de roupas de Leicester, pagando-lhes menos do que o salário mínimo britânico e forçando-os a trabalhar ao lado de outras pessoas afetadas pela epidemia. Um dia depois que a controvérsia veio à tona, as ações da Boohoo despencaram 23%, e o valor de sua empresa desapareceu em mais de £1 bilhão (Appelbaum, *et al.*, 2023, p. 7).

reportados de forma inadequada, comprometem a transparência e prejudicam terceiros, a dimensão econômica é a mais importante para o presente trabalho.

Sobretudo porque essa dimensão significa justamente a obtenção de lucros e geração de vantagens competitivas no mercado em que as companhias atuam e as TPRS são negócios jurídicos envolvendo organizações vinculadas entre si por relações societárias preexistentes e as utilizam como forma de incentivo, desenvolvimento, entre outros. Por isso, entende-se que as TPRs podem servir de instrumento para remuneração dos fatores de produção, reposição de ativos usados e investimento. Não suficiente, relacionamentos com partes relacionadas podem gerar um efeito sobre o lucro ou posição financeira de uma entidade por meio da presença de controle, controle conjunto ou influência significativa.²⁸⁸

Isso não significa, por outro lado, que o presente trabalho negligencie as demais dimensões, tendo em vista fazer-se necessário o cumprimento de várias metas e instrumentos que abarcam ESG, TPR e Governança Corporativa, principalmente diante das exigências atuais de transparência e completude de informações sobre ESG; de conformidade e evidências como critério para aporte de investimentos, nos termos desenhados, por exemplo, pelo GRI. Não sem razão, o presente trabalho tangencia os demais tópicos, pois uma desarticulação não contribuiria para a compreensão do tema a partir do contexto projetado para análise, conforme se verá na Parte II, que apresenta os resultados da análise dos relatórios do SABS, GRI e ISSB (IFRS S1).

Aliás, a compreensão a respeito da sustentabilidade, especialmente por meio de regulações e demandas crescentes de investidores e gestores de recursos socioambientais, apesar de conquistar cada vez mais espaço, continua sendo um tema que precisa ganhar maturidade em muitas companhias (B3, 2022, p. 3). Segundo a Anbima, a Governança continua sendo o aspecto do ESG mais observado no mercado²⁸⁹ e o que investidores consideram como material varia de acordo com o objetivo e a estratégia de investimento, a abordagem de ESG e o contexto do mercado em que está inserido²⁹⁰.

²⁸⁸ Para mais, ver IAS24. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/portuguese-brazilian/2021/issued/part-a/ias-24-related-party-disclosures-pt.pdf>>. Acesso em 15 out. 2023.

²⁸⁹ Informação disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/governanca-e-o-aspecto-do-esg-mais-observado-pelas-gestoras-de-recursos-8A2AB2887E4BC696017E54173A2C381B-00.htm#:~:text=Pesquisa%20da%20ANBIMA%20>.

Acesso em 15 fev. 2024.

²⁹⁰ Além disso, apesar de o conceito de sustentabilidade – que trata de forma integrada o sistema composto por meio ambiente, sociedade e economia – não raro ser substituído pela sigla ESG, por captar o recorte da perspectiva de negócios, o presente trabalho utiliza ambos os termos sem considerá-los sinônimos, por utilizar-se não só dessa lente de negócios, mas do cenário mais amplo de sustentabilidade (B3, 2022, p. 4).

Em termos de maturidade e sustentabilidade, a B3, realizando uma adaptação do esquema criado por Simon Zadek (2004)²⁹¹, dispôs que as companhias passam por 5 (cinco) estágios, indo de um inicial, defensivo, até o mais avançado - em que a empresa se torna protagonista no seu setor de atuação -, desafiando práticas tradicionais e melhorando qualitativamente todo o ambiente de negócios (B3, 2022, p. 8). São eles:

Tabela 1 - Estágio de maturidade e sustentabilidade das empresas

Estágio	O que as empresas fazem	Motivações
Defensivo	Negar práticas, resultados ou responsabilidades por impactos negativos	Defender-se contra os ataques à sua reputação que, a curto prazo, podem afetar as vendas, o recrutamento, a produtividade e a marca
Conformidade	Adotar uma abordagem baseada em políticas e procedimentos de conformidade como um custo de adequação do negócio às exigências regulatórias	Evitar a perda de valor econômico no médio prazo, em decorrência de riscos contínuos de reputação e litígio
Gerencial	Incorporar questões sociais e ambientais em seus principais processos de gestão, como parte das estratégias de negócio	Mitigar a erosão do valor econômico no médio prazo e alcançar ganhos de médio e longo prazo, integrando práticas empresariais sustentáveis em suas operações diárias
Estratégico	Integrar questões socioambientais em suas principais estratégias de negócios, como elementos de diferenciais competitivos e de sua proposta de valor	Aumentar o valor econômico no longo prazo e ganhar vantagem pelo pioneirismo, alinhando a estratégia e o processo de inovação a questões socioambientais
Protagonista	Promover a ampla participação do seu setor de atuação no fortalecimento da sustentabilidade (“Conseguir que todos façam”)	Gerar valor econômico a longo prazo, superando eventuais desvantagens do pioneirismo e realizando ganhos por meio da ação coletiva, beneficiando toda a sociedade

Fonte: GUIA SUSTENTABILIDADE E GESTÃO ASG NAS EMPRESAS (2022, p. 8)

Dessa forma, seguindo o alerta para a confusão das nomenclaturas sustentabilidade, responsabilidade social e ESG, consoante o documento “*Who Cares Wins*”, este último deve ser entendido como uma abordagem voltada especificamente à integração de aspectos não

²⁹¹ In: Zadek, Simon. *The Path to Corporate Responsibility*. *Magazine*, 2004. Disponível em: <<https://hbr.org/2004/12/the-path-to-corporate-responsibility>>. Acesso em 15 fev. 2024.

financeiros ao negócio, ao passo que a sustentabilidade, em sua acepção ampla e sistêmica, considera impactos de uma agenda que abrange expectativa da sociedade em relação às empresas e demais fatores envolvidos nos sistemas de produção e consumo (B3, 2022, p. 10).

Quanto ao ponto, sustentabilidade e ESG se diferenciam quanto à motivação, nível de ambição, atores, público, foco, transparência, processo decisório e outros.

A sustentabilidade lida com desafios e demandas da sociedade; é definida de acordo com a urgência e magnitude dos desafios socioambientais; tem por atores o governo, o setor privado e a sociedade, abarcando todos os segmentos da sociedade; é baseada em uma gestão dos impactos sociais e ambientais considerando sociedade, economia e meio ambiente. Não bastante, tem compromisso com o *disclosure* por meio de relatórios com foco em aspectos materiais para *stakeholders* da companhia e abarca estratégias de sustentabilidade não necessariamente conectadas às estratégias específicas do negócio.

O ESG, por sua vez, cuida da longevidade do negócio, respondendo às demandas do mercado financeiro; é definido por parâmetros do mercado e expectativas de investidores e gestores; tem por ator o setor privado, principalmente o mercado financeiro; tem por foco a gestão de riscos para o negócio e impacto nos resultados financeiros e econômicos da companhia no longo prazo, motivo pelo qual informações financeiras reportadas, inclusive, por meio de TPRs são relevantes para o contexto de ESG. Ainda, tem compromisso com *disclosure* com foco em aspectos materiais para precificação de riscos e *valuation* e, por último, tem estratégias focadas nas instâncias de governança corporativa e nos processos de tomada de decisão, priorizando temas materiais para o negócio (B3, 2022, p. 10)²⁹².

4.4. Mecanismos de ESG

Apesar da existência de agendas contrárias ao ESG, que geram expectativa de redução da relevância desses fatores, principalmente a partir do início de 2025²⁹³, dados de 2024 demonstram que o ESG vem se tornando cada vez mais importante nas transações realizadas por companhias brasileiras, com resultados superiores ao global²⁹⁴. Nesse sentido, a

²⁹² Em suma, o ESG deve ser entendido, partindo-se especificamente de uma integração de certos aspectos não financeiros aos negócios, ao passo que a sustentabilidade, por sua perspectiva ampla e sistêmica, considera os impactos dos negócios em uma agenda abrangente de expectativas da sociedade em relação às empresas e todos os demais fatores envolvidos nos sistemas de produção e consumo.

²⁹³ Neste sentido, a intensificação do uso de inteligência artificial pode gerar a redução da importância desses fatores, bem como intensificar alguns riscos. Para mais, ver: <<https://www.hoganlovells.com/en/publications/ai-and-esg--friends-or-foes#:~:text=AI%20can%20help%20to%20analyse,use%20of%20technology%2C%20and%20transparency>>. Acesso em 15 mar. 2025.

²⁹⁴ “A due diligence dos fatores ESG continua sendo uma importante prática para os principais investidores. Na verdade, uma clara maioria dos respondentes indica que os fatores ESG em transações se tornaram mais

elaboração de relatórios abrangentes, confiáveis e transparentes sobre os impactos da sustentabilidade agrega valor aos investidores e à sociedade e, portanto, aos negócios (GRI, 2023, p.3) e podem, quando efetivamente utilizados, garantir a longevidade empresarial.

Assim, se de um lado uma ampla gama de grupos de interesses - investidores, empresas, formuladores de políticas, entre outros - se utilizam desses relatórios para embasar uma grande variedade de decisões²⁹⁵, por outro, mais dados e mais divulgação não levam consistentemente a melhores decisões de investimento e resultados, já que, embora muitas partes relacionadas estejam alinhadas com a finalidade das informações ESG para a promoção de valor a longo prazo, o resultado é um processo demorado de coleta de um grande escopo de dados e há um foco limitado no uso estratégico dos dados (KPMG, 2025, p. 2).

É nesse contexto que padrões, estruturas de divulgação e provedores de dados ESG formam a base para esse ecossistema e constituem mecanismo crucial para a demonstração de compromissos com a pauta ESG²⁹⁶, fornecendo informações e avaliações de empresas que são relevantes para decisões de investimento (KPMG, 2023, p. 2)²⁹⁷.

Paralelamente, relatórios financeiros amadureceram como resultado de padrões contábeis reconhecidos internacionalmente que conferem transparência, responsabilidade e eficiência ao mercado global e aumentaram a complexidade de divulgação de informações nesse contexto ESG. Isso ocorre, na medida em que utilizadores de relatórios de sustentabilidade podem ter os mesmos objetivos de utilizadores de relatórios financeiros, qual seja, tomar decisões de investimento, mas há uma variedade de outros usuários e, conseqüentemente, de objetivos das informações sobre sustentabilidade²⁹⁸ e esses relatos estão

importantes nos últimos 12 a 18 meses”. Disponível em:

<<https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2024/12/global-esg-due-diligence-study-2024.html>>. Acesso em 19 fev. 2025.

²⁹⁵ Disponível em: <<https://sasb.ifrs.org/about/sasb-and-other-esg-frameworks/>>. Acesso em 19 fev. 2025.

²⁹⁶ Eles facilitam a divulgação de informações comparáveis, consistentes e confiáveis relacionadas à sustentabilidade tanto para produtores quanto para usuário das informações, inclusive fornecendo como realizar a divulgação e a partir de quais tópicos. Disponível em:

<<https://sasb.ifrs.org/about/sasb-and-other-esg-frameworks/>>. Acesso em 19 fev. 2025.

²⁹⁷ Informação disponível em: <<https://www.eurosif.org/policies/esg-ratings-and-data-providers/>>. Acesso em 19 fev. 2024.

²⁹⁸ “Sustainability disclosure is necessarily more complex than financial reporting for a number of reasons: a. Some users of sustainability information, such as providers of financial capital, share the same primary objective as users of financial information – namely to make economic decisions. However, there is a variety of other users and therefore objectives of sustainability information. It is important that a company recognises this when determining which sustainability topics to disclose performance on, as well as in the choice of communication channels. b. The nature of sustainability topics, including their interest to different types of users of information and their influence on companies’ performance, can also change, sometimes slowly but sometimes rapidly. We refer to this concept as “dynamic materiality”. Disponível em: <<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2025.

sendo constantemente vinculados²⁹⁹. Nesse sentido, é importante que a companhia não só reconheça esse fato ao determinar os tópicos de sustentabilidade sobre os quais divulgará o seu desempenho, como também escolha por qual modelo de relato ou canais de comunicação fará essa divulgação³⁰⁰.

É importante discutir e reconhecer os diversos usuários e objetivos de divulgação de sustentabilidade - financeiramente orientada ou não -, os conceitos distintos de materialidade resultantes, bem como o fato de que esses padrões, embora muitas vezes se mostrem complementares, são projetados para conjuntos exclusivos de partes interessadas e baseados em definições exclusivas de materialidade³⁰¹³⁰². Nesse sentido, é importante saber navegar por esses mecanismos e verificar em que medida eles são preparados com base em sistemas sólidos de controles internos, governança corporativa, supervisão de conselhos e se são verificáveis.

4.5. Materialidade de ESG: formas de medir o cumprimento dos instrumentos

A materialidade vem crescendo em importância no mundo dos relatórios e no contexto do investimento sustentável, aumentando a relevância de dados e classificações que medem o desempenho de ativos e empresas ligadas ao ESG³⁰³, bem como constituindo alicerce para

²⁹⁹ “There has been a groundswell of demand to understand the connection between sustainability topics and financial risk and opportunity, along with the contribution of business to achieving the Sustainable Development Goals (SDGs). In August 2019, the US Business Roundtable outlined the purpose of a corporation as to promote “an economy that serves all”. A few months later, the World Economic Forum (WEF) updated its Davos Manifesto, claiming that a company’s “performance must be measured not only on the return to shareholders, but also on how it achieves its environmental, social and good governance objectives.” In parallel, BlackRock and State Street Global Advisors, two of the world’s largest asset managers, said publicly in letters to public company CEO’s and directors that the time had come for companies to disclose details on the financial risks and opportunities they face from sustainability topics like global warming”. Disponível em: <<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2025.

³⁰⁰ Não bastante, “c. There is a common misperception that conflates sustainability information with the expanding eco-system of related ratings, indices and analytical tools, which rely on its disclosure. Taken all together, these features have created confusion among producers and users of sustainability information – and have made it harder to develop the comprehensive solution for corporate reporting that is urgently needed.” Opt. cit.

³⁰¹ Dessa forma, para que haja um relato completo, as empresas podem usar diferentes estruturas e padrões para desenvolver um sistema de divulgação adaptado às necessidades exclusivas de suas partes interessadas.

³⁰² Disponível em: <<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2025.

³⁰³ Pode-se listar uma série de fatos que estão impulsionando essa dinâmica, dentre eles: a demanda de proprietários de ativos e investidores; o desenvolvimento de padrões e estruturas de relatórios de ESG para o setor; e, talvez acima de tudo, a crescente aceitação de que os investimentos que consideram os critérios de ESG podem gerar oportunidades comerciais mais fortes e mais sustentáveis. Informação disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pt/pdf/esg-metrics-that-matter-web-final.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2024.

importantes decisões de investimento³⁰⁴. Nesse contexto, exibir o progresso de ESG com métricas tem auxiliado no aumento da percepção de consumidores, sociedade, investidores e trabalhadores a respeito da companhia e de sua capacidade de resposta social.

Além disso, o desempenho de ESG e a sua classificação podem refletir a exposição da empresa a riscos de longo prazo em relação aos aspectos ambientais, sociais e de governança (Kumar, 2023, p. 1), incluindo aspecto de economia, meio ambiente, eficiência energética, segurança de trabalhadores e outros, que, juntamente com suas implicações financeiras, alteram os valores para as partes interessadas (Kumar, 2023, p. 1).

Com esse objetivo, tem-se utilizado diferentes termos para descrever investimentos no contexto da sustentabilidade. O termo mais recente é de investimentos de impacto, ou seja, aqueles que se concentram em mudanças no mundo real em termos de solução de desafios sociais e/ou mitigação da degradação ecológica. Entretanto, como é frequentemente usado de forma intercambiável para qualquer investimento que incorpore aspectos ESG, há o risco de "lavagem verde" ou *greenwashing* (Busch; Bruce-Clark; Derwall, et. al, 2021, p. 1), onde a transformação real não é o foco e o "impacto" acaba servindo mais para *benchmark*, decisões de acionistas ou avaliação da cadeia de fornecimento (GRI, 2022, p. 1)³⁰⁵.

Porém, ao contrário, esses investimentos deveriam servir, sobretudo, para, além de alimentar a confiança no mercado na atividade desenvolvida, atrair investimentos potenciais e engajamento em estratégias de investimento responsável, melhorar as condições de trabalho, promover a diversidade e a igualdade, a eficiência operacional, a criação de valor a longo prazo para a empresa e acionistas, bem como para a sociedade como um todo (Narciso, Pinheiro, 2024, p. 138). Em suma, fornecer ferramentas para medir os riscos de sustentabilidade econômica (específico do setor de atuação da companhia em análise) e a geri-los (GRI, 2022, p. 2).

Na medida em que se compreende que os relatórios e mecanismos de governança, por si só, não apresentam capacidade de medir a responsabilidade corporativa para além da sala de reuniões para investimentos socialmente responsáveis (Kumar, 2023, p. 1), entende-se que a análise do investimento sustentável precisa estar alinhada à materialidade do impacto das

³⁰⁴ Nesse aspecto, as classificações e os provedores de dados de ESG desempenham um papel essencial no ecossistema financeiro sustentável, fornecendo informações e avaliações de empresas que são relevantes para decisões de investimento (KPMG, 2023, p. 2). Informação disponível em: <<https://www.eurosif.org/policies/esg-ratings-and-data-providers/>>. Acesso em 19 fev. 2024.

³⁰⁵ Não suficiente, a ausência de processos rigorosos de materialidade, a terceirização de avaliação de evidências ou a consideração enquanto responsabilidade somente do setor de sustentabilidade (e não da sociedade e da própria diretoria executiva), gera o risco de expor a companhia/organização a ineficiência dos mecanismos utilizados e, portanto, perda da credibilidade alcançada no mercado, acusações de *greenwashing* e penalidades financeiras. Disponível em: <[Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran](#)>. Acesso em 27 out. 2023.

ações - conceito que ocupa um papel fundamental no mundo dos relatórios tanto na preparação das divulgações quanto na sua verificação por um auditor, investidor ou *stakeholder* -, vez que o ESG, embora possa contribuir para a sustentabilidade, não é necessariamente sinônimo de redução de impacto ou externalidade negativas (GRI, 2022, p. 2)³⁰⁶.

Para tanto, a materialidade é usada para filtrar as informações relevantes. Uma informação é considerada material ou relevante se e quando puder influenciar a tomada de decisão das partes interessadas em relação à sociedade/organização que está reportando (GRI, 2022, p. 1)³⁰⁷, ou seja, a omissão, distorção ou ocultação influenciam as decisões que os principais usuários desses relatórios tomam com base nas informações divulgadas (ISSB, 2022, p. 9).

Neste ponto, fala-se em dupla materialidade: financeira e de impacto. Uma questão de ESG, para materialidade financeira, será relevante se afetar - ou possuir o potencial de afetar - o fluxo de caixa e a criação de valor financeiro de uma sociedade (ISBB, 2022, p. 16). Por outro lado, será relevante sob o ponto de vista de impacto quando relevante para *stakeholders*, relacionar-se à sustentabilidade e ao comportamento corporativo no meio ambiente na sociedade e na economia (GRI, 2022, p. 3) e fornecer informação necessária para compreender como os temas da sustentabilidade afetam o desenvolvimento, a performance e o posicionamento da organização³⁰⁸, tanto ao nível das operações como da cadeia de valor.

O que a doutrina sugere é, nesta toada, que se considere a materialidade de uma perspectiva de fora pra dentro e vice-versa - dupla materialidade. Em outras palavras, de fora para dentro em relação ao aspecto financeiro, para avaliação de riscos, oportunidades de sustentabilidade e criação de valor para organização, e de dentro pra fora nos impactos no meio ambiente e na sociedade (GRI, 2022, p. 2).

O presente trabalho aborda o termo material principalmente a partir da sua perspectiva econômica, considerando como tema material aquele que incorpora aspectos de governança - principalmente nas decisões relacionadas às Transações com Partes Relacionadas - e que

³⁰⁶ A análise de materialidade dos temas ESG é fundamental e serve de base à seleção dos temas prioritários para as organizações. A publicação, em abril de 2021, da proposta de Diretiva de Reporte de Sustentabilidade Corporativo (CSRD), alterando a Diretiva 2014/95/EU relativa ao reporte de informação não financeira, vem consubstanciar essa necessidade, em articulação com o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis (SFDR) e com o Regulamento da Taxonomia (2020/852).

³⁰⁷ Também há a possibilidade de compreender materialidade como “o princípio que os líderes corporativos aplicam para entender quais questões ambientais, sociais e de governança (ESG) devem ser priorizadas na estratégia, na alocação de orçamento e na identificação de riscos e oportunidades de sua organização.” Disponível em <[Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran](#)>. Acesso em 27 out. 2023.

³⁰⁸ Diretiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Disponível em : <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>>. Acesso em 07 nov. 2023.

representam impactos mais significativos da companhia na economia³⁰⁹, mas sem esquecer o impacto das ações ESG, tendo em vista os diversos escândalos envolvendo TPRs que tiveram impacto no valor das companhias e em economias globais ou locais. Nesse sentido, a OCDE já destacou que o monitoramento e o *enforcement* das TPRs precisam estar acompanhados de informação material a respeito dessas transações³¹⁰³¹¹.

Os impactos na economia referem-se aos impactos nos sistemas econômicos em nível local, nacional e global. Uma organização poderá ter impacto na economia, por exemplo, por meio das suas práticas de concorrência, suas práticas de compra e seus impostos e pagamentos a governos (GRI, 2021, p. 11).

Capturando essas duas perspectivas - de materialidade financeira e de impacto -, o ESG pode fornecer os *insights* necessários para informar o desenvolvimento da estratégia, garantir uma governança sólida e permitir maior transparência nos relatórios³¹².

Mas isso depende, em termos simples, dos processos adotados pelas companhias para identificar, priorizar, validar e monitorar seus problemas relevantes específicos. Não há um modelo *one size fits all*. Por outro lado, há passos comuns a todas as empresas.

Entre eles, em rol exemplificativo: (1) estabelecimento de estrutura e processos de governança adequados - vide item 4.4 deste Capítulo -, engajando toda a companhia, em um envolvimento de “cima pra baixo” e facilitando o fluxo de informações entre partes interessadas internas e externas; (2) identificar o universo de processos do E, S e G que serão adotados pela companhia, incluindo questões específicas não abarcadas em normas e (3) elaboração de documentação e trilhas de auditoria dos processos, com análise de evidências.

E essa materialidade só se completa com (4) validação de *stakeholders*, necessária para verificar o processo seguido para identificar questões relevantes, a lista de tópicos considerados relevantes para a companhia e como os tópicos relevantes são gerenciados e monitorados. Tudo isso, porque uma análise de materialidade robusta, confiável e defensável

³⁰⁹ Esse conceito está de acordo com “Norma GRI 3: Temas Materiais 2021 fornece às organizações orientações passo a passo sobre como definir temas materiais. Disponível em:

<<https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-portuguese-translations/>>. Acesso em 12 jul. 2024.

³¹⁰ “Principle V.A.5 specifies that disclosure should include, inter alia, material information on related party transactions. This is quite general and is covered by International Accounting Standard 24 (IAS 24) that is now widely adopted.” (OCDE, 2013, p. 26).

³¹¹ Temas materiais, todavia, são aqueles que representam os impactos mais significativos da organização na economia, “no meio ambiente ou nas pessoas, inclusive efeitos em seus direitos humanos, como resultado das atividades ou das relações de negócios da organização” (GRI, 2021, p. 11). Neste sentido, os impactos podem ser reais ou potenciais, negativos ou positivos, de curto ou longo prazo, intencional ou não, e reversíveis ou irreversíveis e vão indicar a contribuição - positiva ou negativa - da companhia para o desenvolvimento sustentável (GRI, 2021, p. 11).

³¹² Disponível em: <[Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran](#)>. Acesso em 28 out. 2023.

é, necessariamente baseada em evidências e sistematizada; realizada anualmente, antes da preparação de relatórios e atualização de políticas e envolve o mais alto órgão de governança da organização na tomada de decisões sobre materialidade³¹³.

Assim, embora o fornecimento de provas - principalmente ao público externo - e, conseqüentemente, a geração desse impacto possa continuar sendo um desafio, é necessário para que o mercado financeiro possa proporcionar aos investidores e demais *stakeholders* uma melhor compreensão do que esperar de cada tipo de investimento (Busch; Bruce-Clark; Derwall, et. al, 2021, p. 33).

Na contabilidade, a materialidade é um princípio que orienta as organizações a divulgar, em seus relatórios, informações relevantes nas demonstrações financeiras, permitindo que diferentes *stakeholders* tomem decisões com menos exposição a riscos. Isso inclui dados significativos, como os passivos da empresa, proporcionando uma melhor compreensão dos riscos financeiros e comerciais envolvidos (Franco, 2024, p. 66). Nesta seara, a materialidade como um princípio é utilizada para tomada de decisão apoiada em dados mais confiáveis e, idealmente, auditáveis – apresentando papel importante da transparência e do *disclosure* das informações³¹⁴.

Todavia, tanto as TPRs quanto a materialidade podem ser utilizadas para o gerenciamento de lucros³¹⁵. Na materialidade, isso ocorre quando auditores e contadores abusam do conceito para gerenciar lucros e utilizá-los como “muleta” quando alguma fraude ou escândalo é divulgado, argumentando que distorções não eram materiais e, por esse motivo, não precisavam ser corrigidas (Camargo, Alberton, 2016, p. 3)³¹⁶. Como resultado, o conceito precisa abarcar não apenas aspectos quantitativos, como também qualitativos³¹⁷.

Não suficiente, o volume de informações também pode ter um papel importante para determinar se um dado contábil será material ou não. Pesquisas já descreveram que em auditorias contábeis, quanto maior o percentual sobre o lucro (ou outra medida) utilizado,

³¹³ Disponível em: <[Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran](#)>. Acesso em 28 out. 2023.

³¹⁴ Em outras palavras, materialidade é um aspecto de relevância específico da entidade com base na natureza ou magnitude, ou ambas, dos itens aos quais as informações se referem no contexto do relatório financeiro da entidade individual. Conseqüentemente, não se pode especificar um limite quantitativo uniforme para materialidade ou predeterminar o que pode ser material em uma situação específica” (CPC, 2019, p. 10)

³¹⁵ Em relação às TPRs, ver item 3.6.1.2.

³¹⁶ Para análise de um caso prático envolvendo manipulação contábil de informações que foram objetivo de auditabilidade. ver: Araujo, D. de S., Bazet, M. P. T., Soares, G. F., & Miranda, G. J. (2024). O caso Americanas: análise da fraude sob a ótica da Teoria da Agência. Revista De Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da UERJ, 29(1), 79–100. Disponível em: <<https://www.e-publicacoes.uerj.br/rcmccuerj/article/view/81571>>. Acesso em 28 fev. 2025.

³¹⁷ Informação disponível em: <[https://www.sec.gov/interp/account/sab99.htm#:~:text=The%20purpose%20of%20this%20Staff.%2C%20\(b\)%20above](https://www.sec.gov/interp/account/sab99.htm#:~:text=The%20purpose%20of%20this%20Staff.%2C%20(b)%20above)>. Acesso em 21 fev. 2025.

maior será a probabilidade de os auditores chegarem a conclusões incorretas sobre as demonstrações contábeis. Isso ocorre, porque “quando são utilizados limiares de materialidade mais elevados, ‘mais grossa’ será a ‘peneira’ que o auditor irá utilizar para selecionar os saldos e transações que serão analisados” (Camargo, Alberton, 2016, pp. 18-19).

Assim, em termos de demonstrações com TPRs, o volume das transações realizadas também importa. Nesse sentido, usuários precisam estar atentos sobre os possíveis percentuais de distorções em cada demonstração, bem como se há divulgação de limiares de materialidade para que seja possível identificar se todo o rol de transações realizadas pela companhia estão resumidas e cem por cento garantidas em determinada divulgação (Camargo, Alberton, 2016, p. 19).

A própria definição de materialidade, em si, impacta nas decisões relacionadas à coleta, classificação, mensuração e sumarização dos dados relativos às atividades econômicas de uma determinada empresa (Camargo, Alberton, 2016, p. 5). Não bastante, distintos conceitos de materialidade são apoiados por processos distintos de definições de padrões de relato³¹⁸ e as decisões de materialidade são tomadas por preparadores, auditores e usuários e como esses grupos são heterogêneos, há diferentes concepções sobre a materialidade, uma vez que os incentivos são diferentes (Camargo, Alberton, 2016, p. 3).

Como cada companhia presta conta a uma ampla gama de *stakeholders*, cada padrão de divulgação de informações sustentáveis - financeiramente orientadas ou não - utilizado irá atender a partes interessadas específicas. Por isso, é essencial que tanto a companhia quanto os usuários das informações financeiras compreendam o padrão de relato adotado, os critérios adotados para definir os tópicos materiais, a identificação das partes relacionadas, bem como qual reporte está sendo realizado.

Contudo, essa informação não é suficiente para aumentar a confiança nos dados ESG ou possibilitar que *stakeholders* possuam dados comparáveis para tomar melhores decisões de investimento. A maioria dos definidores de padrões ou emissores dessas normas³¹⁹ não são reguladores, então suas regras precisam ser adotadas por órgãos reguladores para se tornarem

³¹⁸ Disponível em:

<<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 19 fev. 2025.

³¹⁹ Informação disponível em:

<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/novas-normas-internacionais-emitidas-pelo-issb-envolve-m-divulgacao-de-informacoes-relacionadas-a-sustentabilidade-e-ao-clima>>. Acesso em 19 ago. 2024.

obrigatórias³²⁰, já que a adoção voluntária a essas normas pode enfraquecer seu *enforcement* ou não gerar os efeitos práticos desejados (Pinheiro, Franco e Narciso, 2025, p. 11)

No contexto do Brasil, a CVM adotou a Resolução da CVM nº 193/2023³²¹, uniformizando o relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade aos padrões internacionais do ISSB³²², tornando-o obrigatório a partir de 2026 para companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras³²³. Assim, essas companhias que atuam no mercado brasileiro devem, após o período de adoção voluntária, necessariamente divulgar as informações relacionadas à sustentabilidade, previstas nas normas IFRS S1 e S2 e, por consequência, atentar-se às normas SASB³²⁴³²⁵.

Isso é importante para o avanço da materialidade no país, tendo em vista que tanto as normas IFRS S1 e S2 quanto o SASB já são muito utilizados ao redor do mundo, e se distinguem de outros relatórios, como o GRI. Nesse contexto, mais uma vez é importante buscar métricas comparáveis entre eles, a fim de buscar uma possível interoperabilidade, ou seja, um alinhamento que permita que usuários de relatórios transitem entre os três sistemas de maneira prática e menos onerosa possível.

Para tanto, SASB, GRI e ISSB já realizaram relatório conjunto objetivando esclarecer os utilizadores de relatórios e gerar um reporte corporativo abrangente, coerente e estruturado. No que se refere à materialidade, o documento explora como os diferentes padrões abordam o

³²⁰ “Although all public and private companies can apply IFRS S1 and IFRS S2, the ISSB does not have the right to mandate the application of the Standards. Companies can voluntarily apply these Standards and jurisdictional authorities can decide whether to require companies to apply them.” (ISSB, 2023, p. 25).

³²¹ A Resolução foi publicada em 20 de outubro de 2023. Informação disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>>. Acesso em 7 de out. 2024.

³²² Com o intuito de padronizar as práticas de divulgação brasileira, a CVM dispôs o seguinte sobre informações financeiras relacionadas à sustentabilidade: “[...] a importância e a necessidade de as práticas brasileiras estarem harmonizadas com as práticas internacionais de divulgação de informações de sustentabilidade, propiciando aumento da transparência, da confiabilidade, da consistência e da comparabilidade dessas informações, de forma a possibilitar o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento internacionais e a construção de um ambiente internacional de interoperabilidade (CVM, 2023, p. 1).

³²³ Essa é uma postura pioneira do Brasil, que foi o primeiro a adotar o padrão de divulgação com base nesse relatório. Informação disponível em: <<https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-financeiras-sustentabilidade/>>. Acesso em 02 ago. 2023.

³²⁴ Isso porque por meio do IFRS S1 Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade, o ISSB exige que as empresas considerem os Padrões SASB, na ausência de Padrões de Divulgação de Sustentabilidade IFRS específicos, para identificar riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade e informações relacionadas a serem divulgadas.

³²⁵ O SASB, inclusive, dispõe em seu site eletrônico que “The SASB Standards help companies identify and disclose material information about sustainability-related risks and opportunities in the absence of specific IFRS Sustainability Disclosure (ISSB) Standards” e que “As of August 2022, the International Sustainability Standards Board (ISSB) of the IFRS Foundation assumed responsibility for the SASB Standards.” Informação disponível em: <<https://sasb.ifrs.org/about/global-use/>>. Acesso em 21 ago. 2024.

tema e propõe um modelo de *building blocks* que acomoda diferentes conceitos de materialidade para atender às necessidades de vários usuários³²⁶.

A partir da análise do material, elaborou-se o seguinte comparativo entre os *standards*:

Tabela 2 – Comparativo dos standards: ISSB (Normas IFRS S1e S2), SASB e Normas GRI.

(Continua)

	ISSB (IFRS S1)	SASB	Normas GRI
Tipo	<i>Standard</i> ³²⁷	<i>Standard</i>	<i>Standard</i>
Enforcement/obrigatoriedade	Voluntária sujeita à regulação de cada país	Voluntária sujeita à regulação de cada país	Voluntária
Regras ou Princípios	Regras (seguindo o IFRS S1 ou S2)	Regras	Princípios
Público-alvo	Investidores e reguladores financeiros	Investidores e tomadores de decisões financeira ³²⁸	<i>Stakeholders</i> amplos, incluindo investidores, trabalhadores, sociedade de civil e governos ³²⁹
Materialidade	Materialidade Financeira (foco no impacto sobre valor)	Materialidade Financeira (impacto nos investidores) ³³¹	Dupla Materialidade (impacto da empresa no meio externo e do

³²⁶ Disponível em:

<<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 20 fev. 2025.

³²⁷ Quanto ao ponto, *frameworks* e *standards* se diferenciam, porque os primeiros são princípios e diretrizes que definem como o relatório deve ser estruturado, ao passo que standards são requisitos detalhados e replicáveis que definem o que deve ser reportado sobre determinado ponto. Então enquanto os primeiros estabelecem a lógica geral e a estrutura do relato, não especificam as métricas detalhadas. Ao contrário, os standards garantem comparabilidade, consistência e qualidade dos dados divulgados. Disponível em:

<<https://sasb.ifrs.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>>. Acesso em 20 fev. 2025.

³²⁸ The SASB Standards and CDSB Framework focus exclusively on enabling companies to identify the sub-set of sustainability information that is material for enterprise value creation, and therefore relevant for users making economic decisions. Whereas CDSB's Framework is industry agnostic and designed to facilitate effective disclosure of a company's natural capital, environmental and climate-related risks and opportunities, the industry-specific SASB Standards aid companies in preparing disclosures on five dimensions of sustainability, including the environment, social capital, human capital, business model and innovation, and leadership and governance.” Opt. cit.

³²⁹ “The GRI Standards are developed in the public interest and enable companies to report sustainability information that describes their significant impacts on the economy, environment or people, and hence their contributions – positive or negative – towards sustainable development, and can also be used to describe impacts on the company.” e “The report shall cover topics that reflect the reporting organisation's significant economic, environmental, and social impacts; or substantively influence the assessments and decisions of stakeholders.” Opt. cit.

³³¹ “SASB: A topic is financially material if omitting, misstating, or obscuring it could reasonably be expected to influence investment or lending decisions that users make on the basis of their assessments of short-, medium-, and long-term financial performance and enterprise value.”. Opt cit.

	empresarial) ³³⁰		meio externo sobre a empresa)
Definição de materialidade	Definição focada em aspectos financeiros relevantes para entidade, considerando sua natureza ou magnitude. Inclui informações que, de forma razoável, podem influenciar a decisão dos principais usuários das demonstrações financeiras ³³² .	Definição financeiramente orientada, identificando tópicos de sustentabilidade que têm probabilidade razoável de afetar o desempenho financeiro e o valor empresarial de longo prazo de uma empresa típica de um setor ³³³ .	Definição baseada em informações sobre impactos econômicos, ambientais e sociais mais significativos, em consulta com seus <i>stakeholders</i> . Incluem tanto questões com impacto financeiro direto quanto temas externos, tais como direitos humanos e práticas na cadeia de suprimento.
Estrutura do relatório	Definições aplicáveis a todas as indústrias com indicação de uso do SASB	Relatórios específicos por setor, baseado em métricas quantitativas e qualitativas relevantes para cada indústria. Fornece padrões para 77 indústrias em 11 setores, cada um identificando o subconjunto de questões de sustentabilidade com impacto na materialidade financeira. Em média, cada padrão tem 6 tópicos de divulgação e 13 métricas contábeis.	Três conjuntos de Normas. Normas Universais, que se aplicam a todos os relatos; Normas Setoriais, aplicáveis a setores específicos e Normas Temáticas, para relatar informações específicas sobre temas materiais. Cada uma das 34 Normas Materiais inclui divulgações obrigatórias e recomendadas. As Normas Setoriais abarcam 45 setores de alto impacto.
interoperabilidade	IFRS e GRI ainda	Interoperável com	Sim, interoperável

³³⁰ “IFRS: IAS 1 defines materiality as: information is material if omitting, misstating or obscuring it could reasonably be expected to influence decisions that the primary users of general purpose financial statements make on the basis of those financial statements, which provide financial information about a specific reporting entity.”

³³² Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/amendments/english/2017/ifrs-practice-statement-2-making-materiality-judgements.pdf>>. Acesso em 22 fev. 2025.

³³³ Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/media/mlkjpnl/gri-sasb-joint-publication-april-2021.pdf>>. Acesso em 29 jan. 2025.

divulgada pelos relatórios³³⁴	estão trabalhando em um reporte estruturado para informar como as informações de cada um podem ser usadas em conjunto ³³⁵	IFRS e GRI ³³⁶	com SASB ³³⁷
---	--	---------------------------	-------------------------

Como o presente trabalho está preocupado sobretudo com a qualidade das informações de ESG e TPRs que é possível coletar a partir da consideração desses padrões, o próximo capítulo será destinado a realização de análise empírica, considerando o momento de materialidade do Brasil até janeiro de 2025.

³³⁴ Independente da divulgação pelos próprios padrões, GRI apresenta dupla materialidade e os outros padrões apresentados são focados em materialidade financeira. Não bastando, se já houve divulgação a respeito da interoperabilidade entre SABS e GRI e o IFRS utiliza-se do SASB para a divulgação das informações específicas de cada setor, é possível que os três sejam interoperáveis entre si na maior parte dos tópicos.

³³⁵ Informação disponível em:

<<https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2024/05/gri-and-ifrs-foundation-collaboration-to-deliver-full-interoperability/>>. Acesso em 1 fev. 2025.

³³⁶ “The SASB Standards are a source of guidance for applying IFRS S1 *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*. The SASB Standards help companies identify and disclose material information about sustainability-related risks and opportunities in the absence of specific IFRS Sustainability Disclosure Standards.”. Informação disponível em: <<https://www.ifrs.org/issued-standards/sasb-standards/>>. Acesso em 29 jan. 2025.

³³⁷ “According to the 2020 KPMG Survey of Sustainability Reporting, 96% of the world’s largest 250 companies (the G250) report on their sustainability performance and 73% of these use the GRI Standards to do so; similarly, 80% of the N100 report, and 67% of them use the GRI Standards. As of January 2021, more than 600 companies disclose SASB metrics, with more than 1,000 companies referencing SASB as an input to their reports. Among survey respondents, more organizations use GRI and SASB standards together than separately. Of the 132 respondents, 39% (52) used both the GRI Standards and the SASB Standards together. The next largest group was the GRI-only reporters, at 33% (44). Only 17% (23) reported using neither, and 10% (13) SASB only”. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/media/mlkjpnl1/gri-sasb-joint-publication-april-2021.pdf>>. Acesso em 29 jan. 2025.

PARTE II

5. ANÁLISE EMPÍRICA

5.1. Limitações da pesquisa

Sob o ponto de vista jurídico, este estudo enfrentou algumas limitações, dentre elas: (1) as estratégias regulatórias para lidar com as TPRs variam muito e são, muitas vezes, díspares³³⁸; (2) da mesma forma é a definição de partes relacionadas; (3) as regras sobre grupos e relações com partes relacionadas normalmente não são apresentadas de forma consolidada, tendo regramentos esparsos em diversos países e até mesmo dentro do Brasil, cujo conteúdo varia igualmente dependendo da área específica do Direito em questão³³⁹. Assim, utiliza-se regras de hetero e autorregulação, sendo várias dessas estratégias e soluções (a) recentes e poucos exploradas na prática; (b) que endereçam questões pontuais e (c) que respondem a preocupações setoriais de determinado ramo do direito (Camargo, 2019, p. 175)³⁴⁰.

Como consequência, a busca por uma regulação ideal do tema ou uma solução jurídica capaz de permitir transações eficientes e impedir as que diminuam o valor para a empresa, ao mesmo tempo em que fornece informações materiais às partes não contratuais e relacionadas, é um desafio de grande complexidade e responsabilidade³⁴¹.

Nessa busca pela regulação ideal do tema, esforços de hetero e autorregulação se somam para estabelecer diretrizes a serem seguidas por empresa, oriundos³⁴² de *compliance*, ESG, Governança Corporativa, leis específicas e gerais - das mais diversas áreas do conhecimento -, relatórios de sustentabilidade, entre outros. No entanto, esses instrumentos, em maior ou menor grau, enfrentam os desafios dos *shadow documents* (item 2.5) que, diante

³³⁸ Nesse contexto, os relatórios levam em consideração aspectos globais e não específicos do Brasil, de maneira a limitar o grau de profundidade das informações que podem ser exigidas.

³³⁹ E, embora possa ser realizado um recorte do tema, as “TPRs são ações empresariais com motivações e consequências interdisciplinares, motivo pelo qual seu estudo não pode ignorar as contribuições e abordagens metodológicas das ciências como um todo (Camargo, 2019, p. 31)” quando se pretende analisar o impacto que essas transações possuem no resultado econômico-financeiro de uma companhia.

³⁴⁰ Tudo isso soma-se ao fato de que as regras são pulverizadas, os mecanismos de governança utilizados, sob o pretexto de estar no âmbito da autonomia, de forma a refletir a realidade de cada organização, não apresentam parâmetros capazes de oferecer ao mercado informações objetivas e seguras de uma forma geral, muito menos sobre TPR.

³⁴¹ “A busca pela regulação ideal de qualquer tema na área empresarial, como visto, não é uma tarefa fácil, muito pelo contrário. Trata-se de uma decisão eivada de grande complexidade e responsabilidade [...]” (Camargo, 2019, p. 177).

³⁴² Em rol exemplificativo.

da inexistência de uma abordagem única e universal (*one size fits all*), refletem decisões e soluções estruturais personalizadas para cada companhia.

Os limites da materialidade também se inserem nesse contexto (item 4.1), impactando diretamente a forma como empresas definem e reportam suas informações. Embora a materialidade seja um conceito essencial para garantir que apenas informações relevantes sejam divulgadas, sua flexibilidade pode ser utilizada indevidamente para justificar omissões estratégicas, comprometendo a transparência e dificultando a análise por investidores e *stakeholders* (Oda, 2011, p. 76).

Nesse sentido, os relatórios ISSB, GRI e SASB se propõem a desenvolver um papel fundamental no esforço da importância das informações materiais, estabelecendo padrões mais objetivos e comparáveis, reduzindo a subjetividade na definição de relevância e assegurando maior confiabilidade na divulgação de dados corporativos. Nesse ínterim, o grande desafio do trabalho³⁴³ é identificar e descrever os avanços que o ISSB, SASB e GRI³⁴⁴ contêm quanto à materialidade de análise das partes relacionadas impactadas direta ou indiretamente pelas informações e ações contidas individualmente - e em conjunto - nas informações exigidas das companhias e como esses avanços, acaso identificados, cumprem com o papel de proteger os investidores³⁴⁵.

Para alcançar tal objetivo foi necessário primeiro identificar como os documentos relacionados com governança, ESG e partes relacionadas são apresentados para o mercado - objeto da primeira parte deste trabalho -, para depois, entender quais informações precisam ser analisadas crítica e materialmente nos relatórios sob a ótica das partes relacionadas.

³⁴³ Dessa forma, esclarecer as correlações entre governança corporativa e transações com partes relacionadas; ESG e transações com partes relacionadas; ESG, transações com partes relacionadas e os relatórios sobre o tema constituíram etapas necessárias

³⁴⁴ A análise desses relatórios é realizada, porque constata-se incorporação crescente da implementação de relatórios de sustentabilidade nas regulamentações nacionais e internacionais, sendo observadas questões divulgadas neles integradas à legislação, aos critérios para listagem em bolsas de valores ou às diretrizes de comissões de valores mobiliários para a elaboração de relatórios, entre outras possibilidades. Para mais, ver: Franco, 2024, p.55.

³⁴⁵ Camargo (2019, pp. 178-187) dispõe que a regulação se traduz em mecanismo de formulação e imposição de normas em forma de intervenção do Estado no domínio econômico e que “a regulação do mercado de capitais busca proteger investidores”. O avanço do mercado de capitais, inclusive vem ocorrendo “no sentido de aumentar e melhorar as informações sobre as companhias abertas e suas atividades para que acionistas e demais credores possam se orientar melhor sobre a sua decisão de investimento, buscando uma redução na inevitável assimetria informacional existente entre quem efetivamente conhece e comanda os negócios sociais e aqueles que estão alheios e distantes dos mesmos. Reconhece-se que o mercado de capitais é um ambiente que traz riscos, custos e falhas, demandando cada mais uma aplicação coletiva de estratégias e soluções jurídicas para regulá-lo, desde que sejam coordenadas logicamente entre si e com propósitos bem claros, objetivos e definidos”.

Assim, visando esclarecer a parte metodológica da pesquisa, passa-se à análise dos objetivos específicos da análise empírica; às perguntas-problema de pesquisa; às hipóteses, e objeto de análise.

5.2.Aspectos introdutórios à análise

5.2.1.Perguntas

O presente capítulo deste trabalho visou essencialmente responder a três perguntas: (P1) Quais são as várias abordagens para definir e entender a materialidade a partir das perspectivas de diferentes partes relacionadas? (P2) Qual é o conjunto essencial de informações materiais que os relatórios ou que divulgações sobre informações quanto às partes relacionadas precisam conter? (P3) Dentre os relatórios comumente utilizados, quais mais se harmonizam com a legislação brasileira?

Para tanto, parte-se de três hipóteses: (H1) alguns relatórios apresentarão esforço maior de harmonização em virtude de seu escopo e objetivo; (H2) a organização que se utiliza do relatório sem cumprir a legislação falha na governança, na medida em que não se preocupa com a materialidade financeira, ou seja, utiliza o relatório com outros propósitos (ganho reputacional, confiança do mercado)³⁴⁶ e; (H3) os relatórios são considerados *shadow documents*, na medida em que constituem documentos de governança não estatutários que abarcam decisões importantes da governança diária das companhias, tais como as relacionadas a TPRS.

A delimitação das três perguntas foi realizada, porque a governança corporativa abarca uma série de estratégias jurídicas - que variam em grau e número, tais como os *shadow documents*³⁴⁷ - que devem estar alinhadas a mecanismos de divulgação eficazes para garantir que as informações possam ser verificadas pelos *stakeholders* (Kraakman *et al*, 2018, p. 84).

Uma das formas de endereçar o resultado desses mecanismos ao público - interno ou externo - são os padrões de divulgação exigidos por relatórios nacionais ou internacionais, a partir dos quais os interessados podem obter informações para embasar as suas decisões.

³⁴⁶ A hipótese rival, nesse contexto, é que a organização que se utiliza do relatório cumpre a legislação. Ela será igualmente testada no momento de análise dos relatórios.

³⁴⁷ Ambos importantes e influentes na tomada de decisões corporativas, precisando ser analisados de forma mais robusta sobre sua função, impacto e uso no ecossistema da governança corporativa. Exemplo disso é a importância de mecanismos sólidos de governança corporativa para a restrição de desvio operacional de matrizes para subsidiárias por meio de TPRS. In: Seungrae Lee, Michael K. Lim, Seung Jae Park, Sridhar Seshadri. Corporate Governance and Related Party Transactions in Global Supply Chains. **Manufacturing & Service Operations Management**. 2024, 1489-1507. Disponível em: <<https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/msom.2022.0372>>. Acesso em 19 out. 2024.

Porém, existem muitos relatórios ou padrões com diferentes funções no campo das informações relativas à sustentabilidade³⁴⁸. Como resultado, compreender as maneiras pelas quais esses diferentes participantes formam um ecossistema abrangente de informações de ESG pode ser um desafio, já que todos os *stakeholders* precisam de dados comparáveis para embasar suas decisões^{349,350}.

Por isso, a pergunta 1 se justifica, porque a definição de materialidade é fundamental para a governança corporativa e para a transparência das TPRs. Diferentes partes interessadas (investidores, reguladores, credores e sociedade civil) têm expectativas variadas sobre quais informações são essenciais para suas decisões³⁵¹. Assim, analisar como a materialidade é definida em diferentes relatórios possibilita compreender como as demandas e os interesses específicos são contemplados e se há lacunas na entrega de informações relevantes.

A pergunta 2 se justifica porque as TPRs são frequentemente alvo de questionamentos, tanto no âmbito regulatório quanto em discussões sobre governança corporativa, devido ao alto potencial de riscos de conflitos de interesses e ao impacto que podem ter nas demonstrações financeiras. A determinação de um conjunto mínimo de informações materiais é essencial para garantir comparabilidade, transparência e atendimento às exigências legais. Responder a essa pergunta permitirá identificar o conteúdo-chave que pode-deve ser priorizado nos relatórios por parte das empresas que optem ou precisem utilizá-los, a fim de oferecer aos *stakeholders* informações claras e verificáveis.

A pergunta 3, por sua vez, se justifica porque a harmonização dos relatórios internacionais com a legislação interna é uma questão central para companhias que operam no Brasil, especialmente considerando que o descumprimento de normas pode resultar em falhas de governança e sanções legais. A análise de compatibilidade dos relatórios com as exigências legais brasileiras oferece um direcionamento prático para os agentes econômicos e contribui

³⁴⁸Empresas multinacionais, por exemplo, podem enfrentar cerca de 2.000 disposições de relatórios de ESG que podem afetar a maneira como elas divulgam questões de sustentabilidade. Informação disponível em: <https://docs.wbcsd.org/2019/04/ESG_Disclosure_Handbook.pdf>. Acesso em 14 ago. 2024. Por outro lado, há outra pesquisa que informa que há mais de 300 esquemas de relatórios obrigatórios e mais de 200 esquemas de relatórios voluntários em uso. In: C. van der Lugt, P.P. van de Wijs and D. Petrovics, Carrots & Sticks: Sustainability Reporting Policy: Global Trends in Disclosure as the ESG Agenda Goes Mainstream, Amsterdam and Stellenbosch, **Global Reporting Initiative and the University of Stellenbosch Business School**, 2020.

³⁴⁹ “There are many players with different roles in the field of sustainability information, including sustainability standard-setters such as GRI and SASB, for-profit data aggregators and ESG ratings providers. As a result, understanding the ways in which these different players form a comprehensive ESG information ecosystem can be a challenge.” (GRI;SASB; 2021, p. 5).

³⁵⁰ Além disso, há estudos demonstrando que acionistas majoritários tendem a ocultar detalhes de TPRs porque sua divulgação não é fornecida em um formato e padrão único. Para mais, ver: Marchini, Pier Luigi, Paolo Andrei, and Alice Medioli. 2019. “Related Party Transactions Disclosure and Procedures: A Critical Analysis in Business Groups.” *Corporate Governance (Bingley)* 19 (6): 1253–73. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2018-0281>. Acesso em 15 fev. 2025.

³⁵¹Vide tópico de materialidade no Capítulo 4.

para o alinhamento das práticas de divulgação com as normas nacionais e internacionais, minimizando riscos, ajudando na dimensão de esforços de compatibilidade e aumentando a confiança dos *stakeholders*.

Isso se soma ao fato de que, à medida que a demanda por informações sobre sustentabilidade³⁵² cresce entre os grupos de *stakeholders*, os padrões de divulgação vão se tornando cada vez mais valiosos para garantir que tanto aqueles que relatam as informações quanto aqueles que as utilizam estejam falando a mesma língua (GRI; SASB, 2021, p. 5).

Por esse motivo, a hipótese de não cumprimento da legislação será testada. Existe uma preocupação em torno da análise de relatórios internacionais por sua utilização poder constituir estratégia de *marketing* e não traduzir a realidade das organizações; nem sempre ser acompanhada da devida explicação da materialidade do relatório e; permitir discricionariedade e flexibilidade na seleção de temas materiais pelas companhias (Jebe, 2019, p. 10)³⁵³³⁵⁴. Por outro lado, se bem utilizado, o relatório pode impulsionar a necessidade de as companhias considerarem o impacto de suas atividades em relação às partes interessadas, além de riscos e oportunidades para investidores e seu negócio (Franco, 2024, p. 69).

Em relação ao tema do presente trabalho, inclusive, existem pesquisas que exploram a conexão entre TPRs e a fraude financeira, auxiliando na constatação de que as características das transações com partes relacionadas podem ajudar o desempenho da previsão de fraudes³⁵⁵, melhorando a eficiência dos mecanismos de governança corporativa, a partir de estratégias relacionadas à divulgação de informações (Mao *et al.*, 2022, pp.734) - um objetivo geral da governança no tocante às partes relacionadas.

³⁵² No presente trabalho, conforme objeto do Capítulo 4, fala-se em sustentabilidade econômica.

³⁵³ Cada padrão de relato adotado por cada relatório oferece margem para a determinação dos limites do relatório, o que, ao mesmo tempo em que interfere na comparabilidade das informações divulgadas, garante flexibilidade e autonomia para as organizações definirem suas estratégias ESG a partir da sua matriz de materialidade. Para auxiliar o uso desse poder discricionário, os standards ancoram a divulgação no conceito de materialidade que orienta as empresas para divulgarem informações ESG relevantes (Jebe, 2019, p. 10).

³⁵⁴ O que pode impactar diretamente na qualidade da informação apresentada e na comparabilidade entre companhias. Para mais, ver: VIEIRA, Igor Laguna. **A materialidade nos relatórios de sustentabilidade: desenvolvimento de um modelo analítico aplicado ao setor da construção civil brasileira**. 2021. 190f. Tese (Doutorado) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Engenharia.

³⁵⁵ “In a word, most existing studies regard firms as independent individuals, leading to the lack of consideration for the interrelationships between firms. However, firms are often in a complex ecological network. So, related information may play an unexpected role in financial fraud detection. It means identifying fraud from the relationship may help to improve the efficiency of financial fraud detection. Since the ultimate purpose of fraud is to make illegal profits, safe and easily manipulated related-party transactions (RPTs) have become the best choice for financial fraud to cash out.”

5.2.2. Objeto de análise

A escolha pela comparação entre os três modelos de relato justifica-se por diversos fatores. Dentre eles: (a) utilização obrigatória e aceitação mundial; (b) completariedade de informações exigidas e (c) integração entre reportes financeiros, TPR e ESG.

O SASB, GRI e ISSB, quando não obrigatórios, são amplamente aceitos e utilizados mundialmente³⁵⁶ e o ISSB se tornará de uso obrigatório no Brasil a partir da Resolução CVM 193. Os dois primeiros³⁵⁷ são abrangentes e reconhecidos internacionalmente por fornecerem padrões complementares que ajudam as organizações a atender às necessidades de seus públicos-alvo³⁵⁸. O ISSB, por sua vez, dispõe que, na ausência de requisitos específicos de divulgação em um Padrão de Divulgação de Sustentabilidade IFRS, uma empresa pode usar as divulgações estabelecidas no GRI, na medida em que atendam às necessidades de informação dos investidores e aos objetivos do IFRS S1 (ISSB, 2023. p. 8).

Os padrões específicos da SASB identificam riscos e oportunidades com foco maior no aspecto financeiro de uma empresa (balanço patrimonial); desempenho operacional (demonstração de resultados) ou o perfil de risco (GRI; SASB, 2021, p. 5), o que pode favorecer ao encontro de matérias e informações que tem relação com as partes relacionadas.

As Normas GRI, por outro lado, concentram-se nos impactos econômicos, ambientais e sociais das atividades de uma empresa e, portanto, em suas contribuições - positivas ou negativas - para o desenvolvimento sustentável, partindo do pressuposto de divulgações amplas e abrangentes, fornecendo a estrutura e os padrões de apoio para uma compreensão abrangente dos impactos da organização sobre a economia, o meio ambiente e a sociedade,

³⁵⁶ Isso se alinha às necessidades de possuir mecanismos de *enforcement* e conjugar esforços de *soft* e *hard law* para a análise de materialidade das informações divulgadas pelas companhias.

³⁵⁷ A KPMG constatou em 2022 que, entre as 100 maiores empresas de cada um dos 58 países (5.800 empresas), 68% usavam os Padrões GRI, 34% usavam as Recomendações TCFD e 33% usavam os Padrões SASB. Essas porcentagens aumentaram para 78% para os Padrões GRI, 61% para as Recomendações TCFD e 49% para os Padrões SASB entre as 250 maiores empresas do mundo. Informação disponível em:

<<https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2022/09/survey-of-sustainability-reporting-2022.html>>. Acesso em 20 ago. 2024. O Center for Audit Quality (CAQ), por sua vez, analisou os relatórios ambientais, sociais e de governança (ESG) das empresas do S&P 500 em 2020 e constatou que 410 empresas usaram os Padrões SASB, 329 empresas usaram os Padrões GRI e 302 empresas usaram as Recomendações TCFD, sendo que mais de 230 empresas usaram três ou mais estruturas. Disponível em: <<https://www.thecaq.org/sp-500-and-esg-reporting>>. Acesso em 20 ago. 2024.

³⁵⁸ O ISSB, inclusive, dispõe que: “As estruturas e os padrões voluntários mais comuns são os padrões da Global Reporting Initiative (GRI), a Estrutura de Relatórios Integrados, os padrões do Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e as recomendações da Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Task Force on Climate-related Financial Disclosures (Recomendações TCFD)”. Informação disponível em: <<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/effects-analysis.pdf>>. Acesso em 19 ago. 2024.

incluindo os impactos financeiramente relevantes (GRI; SASB, 2021, p. 5)³⁵⁹, o que é relevante para a determinação de padrões em termos de Governança Corporativa, incluindo-se aqui, a divulgação das Políticas de Transações com Partes Relacionadas.

Por outro lado, não foram objeto da análise empírica os relatórios (1) TCDF (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosure*)³⁶⁰; (2) CDP (*Carbon Disclosure Project*)³⁶¹, tendo vista ser focado em informações ambientais; e (3) IIRC (*International Integrated Reporting Council*)^{362,363}.

Em outras palavras, buscou-se identificar um conjunto de padrões de relato que, embora com focos e premissas diferentes, pudessem conjugar reportes financeiros com o ESG e TPRs, porque essa assimetria de informações em categorias financeiras e não financeiras fornecem mensagens distintas, porém interligadas e necessárias para a governança completa.

A divisão entre essas informações tem limitado a geração de valor para *stakeholders* (Franco, 2024, p. 70)³⁶⁴; pode refletir falta de entendimento empresarial sobre como os fatores

³⁵⁹ “A SASB se concentra nessa conexão entre empresas e investidores, nos impactos financeiros da sustentabilidade e, especificamente, em como as questões de sustentabilidade podem criar ou corroer o valor da empresa. Como complemento aos Padrões GRI, os Padrões SASB ajudam as empresas a se comunicarem de forma eficaz com os investidores sobre o desempenho no subconjunto de questões de sustentabilidade específicas do setor que são mais relevantes para o risco, o retorno e o valor empresarial de longo prazo” (GRI, SASB, 2021, p. 5).

³⁶⁰ Em julho de 2023, o Financial Stability Board (FSB) anunciou que o trabalho da TCFD havia sido concluído, com as Normas ISSB e a organização dissolvida em outubro de 2023. “*Companies applying IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information and IFRS S2 Climate-related Disclosures will meet the TCFD recommendations as the recommendations are fully incorporated into the ISSB Standards.*” Ademais, o site eletrônico do ISSB dispõe que a IFRS S2 contém todas as recomendações do TCFD, além de requisições adicionais. Informação disponível em: <<https://www.fsb-tcfid.org/>> e <<https://www.ifrs.org/sustainability/tcfid/>>. Acesso em 09 set. 2024. Além disso, como objetivo do presente trabalho é analisar demonstrações financeiras, o IFRS S2 não foi objeto de análise.

³⁶¹ Instituição sem fins lucrativos voltada para a divulgação de relatórios ambientais, motivo pelo qual, não sendo aderente ao objetivo primordial de analisar informações financeiras, foi afastado por razões metodológicas, à semelhança do anterior. Informação disponível em: <<https://www.cdp.net/en/companies>>. Acesso em 09 set. 2024.

³⁶² O IIRC e o SASB anunciaram em julho de 2021 a fusão de suas atividades para fornecer um sistema de relatórios corporativos mais coerentes em estreita colaboração com a IFRS Foundation, formando o Value Reporting Foundation. Dessa forma, compreende-se que a análise do SASB já preenche os objetivos do presente trabalho no tocante à divulgação de informações financeiras sobre TPRs. Informação disponível em: <<https://integratedreporting.ifrs.org/news/iirc-and-sasb-form-the-value-reporting-foundation-providing-comprehensive-suite-of-tools-to-assess-manage-and-communicate-value/>>. Acesso em 10 set. 2024

³⁶³ Tal decisão se justifica pela necessidade de preservar a aderência metodológica ao objeto de estudo, que demanda foco específico em informações relacionadas à materialidade financeira e à transparência sobre transações entre partes vinculadas.

³⁶⁴ Neste sentido, “A divisão do problema da assimetria de informações em categorias financeiras e não financeiras transmite mensagens distintas, mas conectadas. Ecoa a crença de que o desempenho ambiental e social não afeta a performance financeira, o que separa essas categorias não apenas no âmbito das informações, mas também no nível operacional. Portanto, como as questões ambientais e sociais não estão integradas às operações principais, as organizações tratam como preocupações secundárias (Jebe, 2019, p. 22). Consequentemente, para muitas organizações, os relatórios ESG e as melhorias de desempenho associadas são percebidos como complementos convenientes para melhorar a reputação, mas também considerados dispensáveis (Jebe 2019, p. 22)”.

ESG afetam operações empresariais e influencia o valor financeiro³⁶⁵ e de que os aspectos ambientais e sociais não impactam diretamente o desempenho financeiro, o que resulta em uma distinção dessas categorias tanto no âmbito informacional quanto no operacional³⁶⁶.

Em resumo, a opção pela análise dos modelos de reporte se dá em função de duas variáveis. A primeira delas relaciona-se ao contexto atual de materialidade do mercado de capitais brasileiro³⁶⁷ e a segunda à estratégia adotada para divulgação de informações financeiras, especialmente com partes relacionadas.

Como as companhias de capital aberto estão em período de asseguarção limitada³⁶⁸, bem como de divulgação facultativa das informações relacionadas à Resolução CVM 193, a análise empírica dos relatórios divulgados pelas empresas esbarrou nas seguintes limitações: menor credibilidade das informações divulgadas³⁶⁹; inexistência³⁷⁰ de informações suficientes que permitam um diagnóstico sobre o grau de robustez da materialidade financeira divulgada pelas companhias ou ainda, possibilidade de que houvesse, em uma mesma amostra de dados, uma série histórica de dados pré e outras pós Resolução CVM 193, o que geraria problemas com a falta de comparabilidade³⁷¹.

Todavia, existem pontos positivos relacionados à comparação, em primeiro lugar e em abstrato, dos padrões de relato. Isso porque, não só permite identificar³⁷² seus conteúdos,

³⁶⁵ Impactando na análise das partes relacionadas, já que nem sempre haverá valor financeiro atrelado a essas transações. Isso dificulta a incorporação de fatores ESG nas decisões de investimento (JEBE, 2019, p. 12).

³⁶⁶ Essa distinção ainda compromete a convergência entre materialidade financeira e de impacto, dificultando a verificação de informações úteis de sustentabilidade para tomada de decisões de investidores (Jebe, 2019, p. 14; Franco, 2024, p. 71).

³⁶⁷ O objetivo inicial era realizar uma análise empírica dos documentos disponibilizados pelas companhias abertas em seus sítios eletrônicos, a fim de verificar como as informações relacionadas à Resolução 193 da CVM são apresentadas, qual o diagnóstico em termos de transparência, comutatividade e complementação entre reportes financeiros, TPRs e ESG no mercado brasileiro e, principalmente, se o IFRS S1 permite a comparabilidade prática entre essas informações - financeiras e de ESG. Para tanto, pretendia-se analisar essas informações em comparação com os Formulários de Referência das companhias e com o conteúdo mínimo exigido em termos de divulgação de TPRs.

³⁶⁸ Consoante art. 6º, I, da Resolução CVM 193, alterada pela Resolução CVM 219 de 29 de outubro de 2024. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>>. Acesso em 09 dez. 2024.

³⁶⁹ “Para aumentar a credibilidade das divulgações em relatórios de sustentabilidade, deve haver garantia de terceiros acerca da qualidade das divulgações feitas pela administração, o que seria possível por meio de auditoria independente” (HEALY; PALEPU, 2000, p. 27). In: Healy, Paul M.; Palepu, Krishna. **Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature** (December 2000). JAE Rochester Conference April 2000, p. 27. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=258514>>. Por esse motivo, a asseguarção limitada - até o final do exercício social de 2025 - pode ser um entrave a essa credibilidade.

³⁷⁰ Essa informação leva em consideração o período de realização da pesquisa, compreendida entre abril de 2023 e abril de 2025.

³⁷¹ Cardoso, R. L., de Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da Adoção do IFRS na Acumulação Discricionária e na Pesquisa em Gerenciamento de Resultados no Brasil. Revista Universo Contábil, 11(2), 65-84. Disponível em: <<https://doi.org/10.4270/RUC.2015212>>. Acesso em 30 out. 2024.

³⁷² A partir de mecanismos de ESG já existentes e incorporados pelo regulador brasileiro, e que serão utilizados para reportar informações financeiras pelas companhias nos exercícios financeiros iniciados em ou após 01 de janeiro de 2026.

como também quais parâmetros identificados como o mínimo em termos de transações com partes relacionadas já estão considerados e/ou impactam nas transações com partes relacionadas e quais apresentam a necessidade de uma conjugação com outros documentos já exigidos no mercado de capitais brasileiro. A qualidade das informações apresentadas em relatórios está relacionada ao teste de materialidade, à escolha dos indicadores e ao nível de precisão dos dados relatados³⁷³, se houver o cumprimento legal mínimo.

5.2.3. Parâmetros de análise

A análise dos relatórios têm como premissas: (1) as finalidades específicas do ISSB, SASB e GRI não são a divulgação de informações sobre partes relacionadas, mas o tema é abordado em tópicos específicos; (2) os relatórios não representam uma abordagem global para o tema, portanto a sua análise não exclui a adoção de outros documentos, regulamentos e exigências legais ou regulatórias; (3) tendo por objetivo o direcionamento a *stakeholders* diferentes, não só podem apresentar resultados diferentes, como também formas de relato diferentes.

São três os blocos de parâmetros que serão analisados nos relatórios para responder qual exige menor esforço de conjugação com outros mecanismos: (i) conflito de interesses; (ii) divulgação obrigatória de informações e; (iii) aprovação e governança.

Partindo-se do conteúdo mínimo de divulgação de partes relacionadas no Brasil, obtidos através da LSA, FRE e do Pronunciamento Técnico CPC nº 05 (correlacionado às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 24 (IASB – BV2010), pretende-se identificar se o conteúdo exigido por esses relatórios é capaz de assegurar que as demonstrações contábeis de uma companhia contenham as divulgações necessárias para chamar atenção para a possibilidade de que a sua posição financeira, bem como os seus resultados possam ter sido afetados pelo relacionamento com partes relacionadas e por transações e saldos pendentes com essas partes³⁷⁴.

Quanto ao (i)³⁷⁵, as transações com partes relacionadas constituem uma categoria específica de contratações sob conflitos de interesses, sendo apontada pela doutrina

³⁷³ Disponível em:

<<https://sgssustentabilidade.com.br/testes/2021/11/22/o-que-e-gri-entenda-tudo-sobre-este-relatorio/>>. Acesso em 20 set. 2024.

³⁷⁴ Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/convergencia_normas/IAS_24_Partes_Relacionadas.pdf>. Acesso em 05 out. 2024.

³⁷⁵ Ver item 3.6.1.1.

especializada como um dos principais caminhos para obtenção de benefícios privados por controladores corporativos³⁷⁶. Por isso, sua efetiva mitigação é essencial para garantir a transparência e confiança nos dados apresentados, prevenindo potenciais abusos ou favorecimentos indevidos³⁷⁷. Não sem razão, no FRE (item 16.3) e seção 11 do Anexo C Resolução CVM nº 80/22 é exigida a identificação das medidas tomadas para tratar de conflitos de interesses³⁷⁸.

A existência de conflito de interesses pode ocasionar, dentre outros, o gerenciamento de resultados em busca de um ganho privado. Isso porque o risco de decisões tomadas com base no conflito de interesses - que reside no risco de o controlador corporativo manifestar sua vontade em detrimento do interesse corporativo - varia na razão do sistema de governança corporativa; mais ou menos na capacidade da governança de oferecer mecanismos bastantes para a administração do problema (Vilela, 2012, p. 1). Por esse motivo, considerando que se busca um parâmetro ótimo em termos de regulação das transações com partes relacionadas, é preciso que a análise contenha a preocupação com os conflitos de interesses³⁷⁹.

Em relação ao (ii), pode-se dizer que a divulgação de informações serve para alertar acionistas e mercado sobre transações com partes relacionadas³⁸⁰, dissuadindo operações suspeitas, na medida em que reduz espaços para a extração de benefícios privados; apoiar a

³⁷⁶ Vide Capítulo 3.

³⁷⁷ Isso ocorre, porque “O relacionamento com partes relacionadas pode ter efeito na demonstração do resultado e no balanço patrimonial da entidade. As partes relacionadas podem levar a efeito transações que partes não relacionadas não realizariam. Por exemplo, a entidade que venda bens à sua controladora pelo custo pode não vender nessas condições a outro cliente. Além disso, as transações entre partes relacionadas podem não ser feitas pelos mesmos montantes que seriam entre partes não relacionadas” e “A demonstração do resultado e o balanço patrimonial da entidade podem ser afetados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com essas partes relacionadas. A mera existência do relacionamento pode ser suficiente para afetar as transações da entidade com outras partes. Por exemplo, uma controlada pode cessar relações com um parceiro comercial quando da aquisição pela controladora de outra controlada dedicada à mesma atividade do parceiro comercial anterior. Alternativamente, uma parte pode abster-se de agir por causa da influência significativa de outra. Por exemplo, uma controlada pode ser orientada pela sua controladora a não se envolver em atividades de pesquisa e desenvolvimento (CPC, 2010, p. 3)”.

³⁷⁸ No mesmo sentido, embora não seja objeto de estudo do presente trabalho, o Regulamento do Novo Mercado dispõe, no art. 35, II, que as Políticas de Transações com Partes Relacionadas devem contemplar, no mínimo, além de outros aspectos “os procedimentos para auxiliar a identificação de situações individuais que possam envolver conflitos de interesses e, consequentemente, determinar o impedimento de voto com relação a acionistas ou administradores da companhia”. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 05 out. 2024.

³⁷⁹ Nesse contexto, a divulgação obrigatória de informações sobre transações com partes relacionadas é capaz de alertar os acionistas e o mercado, mostrando-se como controle intuitivamente eficaz contra a expropriação pelos administradores ou acionistas controladores (Kraakman et al, 2018, p. 283).

³⁸⁰ “Trata-se de condição tão fundamental que a própria demanda de um investidor pela revisão judicial de uma transação, a qual parece ter sido feita em prejuízo da empresa, depende da disponibilidade de informações sobre os contratos celebrados pela companhia. Quer dizer, o conhecimento da existência do conflito de interesses, fora do círculo das partes interessadas, só é possível mediante a transparência de informações” (Vilela, 2012, p. 32).

independência de tomadores de decisão internos³⁸¹ e; facilitar a efetivação privada e pública contra auferimento de benefícios particulares (Kraakman, *et al.*, 2018, p. 283 e Vilela, 2012, p. 19)³⁸².

Ainda, prestar atenção à quantidade, escala e tipo de TPRs, bem como monitorá-las - possível apenas por meio da divulgação da informação - pode oferecer perspectivas novas para detecção de fraudes financeiras (Mao *et al.*, 2022, pp.739-740), o que historicamente representa um desafio dessas transações.

A obrigatoriedade de divulgação ocorre, sobretudo, porque não se pode depender exclusivamente de informações voluntariamente divulgadas pelas companhias. Primeiro, porque “os responsáveis pela divulgação podem não estar dispostos a compartilhar tudo aquilo que interessa ao problema, selecionando apenas o que lhes seja conveniente”. Em segundo lugar, porque a divulgação pode ser desonesta, maquiando as reais condições das transações celebradas pela companhia (Vilela, 2012, p. 33).

Assim, sem o amparo de regras específicas, a divulgação de informações pelas sociedades pode criar subsídios insuficientes ao tratamento das transações celebradas sob conflito de interesses (Vilela, 2012, p. 33). Soma-se a isso estudos evidenciando que quando empresas têm incentivos para manipular lucros, elas possuem níveis anormalmente altos de vendas de partes relacionadas (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 104).

Quanto às justificativas regulatórias ou legais para sua exigência como critério de análise, a OCDE (2012, p. 11) já destacou que a transparência auxilia no *enforcement*; o Pronunciamento Técnico CPC nº 05 dispõe especificamente sobre sua importância para a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração de resultados serem afetados pela existência de partes relacionadas, podendo afetar as visualizações das operações por parte de usuários de demonstrações contábeis³⁸³.

³⁸¹ “Essa estratégia também apoia a independência dos tomadores de decisão internos, pois eles agirão com maior assertividade se souberem que as transações entre partes relacionadas por eles aprovadas estarão sujeitas aos escrutínio público” (Kraakman *et. al.*, 2018, p. 283).

³⁸² “Essa prática de tornar público os relatórios permite a análise por parte dos *stakeholders* se as ações de uma sociedade empresária estão alinhadas com os seus valores e as suas expectativas, possibilitando a aprovação ou a desaprovação das atividades empresariais. A divulgação transparente contribui para a credibilidade da organização e permite a geração de valor a longo prazo” (Franco, 2024, pp. 54-55).

³⁸³ “O objetivo deste Pronunciamento Técnico é assegurar que as demonstrações contábeis da entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção dos usuários para a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração do resultado da entidade estarem afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos, incluindo compromissos, com referidas partes relacionadas” (CPC, 2010, p. 1). E “A demonstração do resultado e o balanço patrimonial da entidade podem ser afetados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com essas partes relacionadas. A mera existência do relacionamento pode ser suficiente para afetar as transações da entidade com outras partes. Por exemplo, uma controlada pode cessar relações com um parceiro comercial quando da aquisição pela controladora de outra controlada dedicada à mesma atividade do parceiro comercial anterior. Alternativamente, uma parte pode abster-se de agir por causa da influência significativa de outra. Por exemplo, uma controlada pode ser orientada

E dispõe que essa divulgação deve incluir: existência do relacionamento entre partes relacionadas (mesmo que não haja transação); montante das transações; montante dos saldos existentes, incluindo compromissos, e: seus prazos e condições, incluindo eventuais garantias, e a natureza da contrapartida a ser utilizada na liquidação³⁸⁴; detalhes de quaisquer garantias dadas ou recebidas; provisão para créditos de liquidação duvidosa relacionada com o montante dos saldos existentes; e despesa reconhecida durante o período relacionada a dívidas incobráveis ou de liquidação duvidosa de partes relacionadas; divulgação das condições em que as mesmas transações foram efetuadas, entre outros.

Quanto ao ponto, portanto, a análise parte de alguns pré-conceitos, já apresentados de forma menos detalhada no início deste tópico: os relatórios não estarão necessariamente harmonizados com a legislação interna, já que embora muitos países exijam a divulgação pública de transações entre partes relacionadas, a intensidade da disciplina jurídica varia (Kraakman *et al.*, 2018, p. 284) e o relatório não foi feito pensando na realidade brasileira, então a escolha³⁸⁵ empresarial de divulgar as informações financeiras por esses relatórios enfrentam o desafio de harmonização com o ordenamento pátrio, bem como quanto à verificação de eventual conflito. A preocupação com a harmonização, conjuntamente com o reconhecimento acerca de um processo de congruência para implementação efetiva do IFRS S1 é, inclusive, destacada no preâmbulo da Resolução CVM 193³⁸⁶.

pela sua controladora a não se envolver em atividades de pesquisa e desenvolvimento. Por essas razões, o conhecimento das transações, dos saldos existentes, incluindo compromissos, e dos relacionamentos da entidade com partes relacionadas pode afetar as avaliações de suas operações por parte dos usuários das demonstrações contábeis, inclusive as avaliações dos riscos e das oportunidades com os quais a entidade se depara.” (CPC, 2010, p. 3).

³⁸⁴ Essas informações, em suma, abordam a margem de lucro, que é um dos principais itens dos relatórios contábeis e, portanto, existe uma preocupação com a sua qualidade (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, p. 104).

³⁸⁵ O vocábulo escolha, no presente contexto, não se refere a possibilidade de reportar ou não de acordo com os relatórios já, que, a exemplo do que ocorrerá no Brasil por conta da Resolução CVM nº 193, as companhias de capital aberto deverão divulgar suas informações de acordo com o IFRS S1 e S2. Em realidade, refere-se à possibilidade de as companhias divulgarem, de acordo com os *shadow documents* e a partir da inexistência do one size fits all, o mesmo relatório, mas para tratar de assuntos diferentes ou divulgá-los de forma agregada, já que a escolha do que é um tema material irá modificar de companhia para a companhia, que, a depender do contexto em que vive, terá esforços de harmonização diferentes para cada ordenamento jurídico e regulatório que precise observar.

³⁸⁶ “b) a importância e a necessidade de as práticas brasileiras estarem harmonizadas com as práticas internacionais de divulgação de informações de sustentabilidade, propiciando aumento da transparência, da confiabilidade, da consistência e da comparabilidade dessas informações, de forma a possibilitar o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento internacionais e a construção de um ambiente internacional de interoperabilidade” e “a CVM observará o disposto no Decreto nº 10.411/2022 e realizará consulta pública dessas normas do ISSB, traduzidas e aprovadas pelo Comitê Brasileiro de Pronunciamento de Sustentabilidade (CBPS), quando coletará informações sobre os efeitos, desafios e benefícios de adoção das respectivas normas, para subsidiar possíveis ajustes nesse processo de convergência, inclusive em relação à obrigatoriedade prevista no art. 2º desta Resolução” Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>>. Acesso em 7 de out. 2024.

Ainda nesse sentido, parte-se do conceito de ser fundamental que a suficiência das informações divulgadas nos relatórios financeiros esteja em conformidade com a legislação e os regulamentos do país. Quando o agente econômico opta por divulgar informações seguindo os padrões estabelecidos por SASB, GRI, ISSB, torna-se essencial avaliar os parâmetros adotados e a materialidade, especialmente quanto às partes relacionadas - para o fins do presente trabalho. Isso inclui verificar se o conteúdo do relatório atende aos requisitos mínimos obrigatórios estabelecido no Brasil³⁸⁷.

Em relação ao (iii), enquanto sistema pelo qual as companhias são dirigidas e supervisionadas, a governança corporativa tem o objetivo de harmonizar e gerenciar os conflitos de interesses (Pinheiro, 2017, p. 41), e estabelece mecanismos de relacionamento e controle com esse fim (IBGC, 2023, p. 15). Para que essa harmonização ocorra, é necessário que as estratégias relacionadas às TPRs estejam alinhadas com esses mecanismos.

Esses relatórios fazem parte da governança corporativa e, seja qual for o nível de divulgação, todas as políticas e os documentos divulgados pela companhia influenciam e desempenham papel importante na governança corporativa (Nili; Hwang, 2020, pp. 1136 - 1141). Não sem razão, é preciso que as transações partes relacionadas sigam o mesmo caminho e sejam aprovadas pela diretoria ou pelo conselho de administração³⁸⁸.

A necessidade de aprovação ocorre, porque os conselhos de administração desempenham papel na garantia de que os investidores e o público recebam informações precisas e oportunas sobre as atividades e o desempenho das companhias. Na contabilidade e nas informações financeiras, a divulgação de informações já é altamente regulamentada e padronizada. O papel do conselho de administração consiste em assegurar que os relatórios da companhia estejam em conformidade com as normas (Paine; Srinivasan, 2019, p. 4)³⁸⁹. Isso tudo também vem acompanhado do entendimento da OCDE³⁹⁰.

³⁸⁷ Isso porque as empresas não podem se utilizar do relatório e deixar de abordar o conteúdo mínimo. Ele serve para padronizar as informações, mas não deve ser a única forma de relato das informações financeiras ao público externo.

³⁸⁸ Não bastante, “dentro do contexto de práticas ESG, a governança exerce papel relevantíssimo, na medida que pode funcionar como (i) mecanismos de fiscalização do cumprimento das regras relacionadas a temas ESG pela administração e pelos colaboradores da companhia; (ii) ferramenta para exteriorização, de modo transparente, dos compromissos ESG; (iii) meio para prestação de contas pela companhia, quanto aos avanços e eventuais retrocesso no cumprimento dos compromissos ESG que tem assumido; e (iv) expediente para alinhamento entre acionistas e administradores quanto à extensão das ações de responsabilidade social corporativa implementada pela companhia (Martins Neto, 2023, p. 125).”

³⁸⁹ Em outras áreas, como a divulgação de informações sobre os esforços de sustentabilidade da companhia, os conselhos de administração precisam basear suas decisões em seu próprio julgamento empresarial e na avaliação da relevância da informação. Devem determinar se, e quando, as divulgações são apropriadas (PAINE; SRINIVASAN, 2019, p. 12).

³⁹⁰ A OCDE apresenta como princípios da governança corporativa: (1) os direitos dos acionistas – de propriedade e de informação; (2) o tratamento equitativo dos acionistas – igualdade por participação de acionistas minoritários e estrangeiros; (3) o papel das partes interessadas reconhece os seus direitos e incentiva a

Por fim, visando iniciar o tópico de análise propriamente dito, embora não seja exigência de análise, esta se preocupa, indissociavelmente, com a materialidade, porque esta: é essencial para a prestação de contas, para a transparência e para a tomada de decisão, pois permite que as informações sejam mais confiáveis, que se avalie o que é mais importante e que se apresente relação direta com a eficiência das normas sobre partes relacionadas; atua na definição de limites para a divulgação de informações, evidenciando o que pode e deve ser divulgado nos relatórios (Franco, 2024, p. 69).

5.3. Análise em si

5.3.1. ISSB - IFRS S1

5.3.1.1. Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas

Verificou-se que o relatório não menciona, define nem detalha conflitos de interesses ou hipóteses de conflitos, tampouco apresenta orientações para atuação da entidade relatora nesses casos. Além disso, inexiste uma definição de partes relacionadas, políticas aplicáveis ao tema ou informações sobre controle e grupo econômico. A ausência de tais informações, conforme objeto deste trabalho em tópicos anteriores, impacta negativamente na percepção de que o IFRS S1 se destina à transparência e governança corporativa voltada ou que abarque as TPRs, dificultando a análise das relações econômicas e o monitoramento de possíveis conflitos em jurisdições que não exijam a divulgação de transações entre partes relacionadas.

No mesmo sentido, o relatório é genérico na menção a regras contábeis, dispondo de informações que podem ser aplicadas tão somente de forma indireta às TPRs. É que o ocorre no escopo do relatório, item 8³⁹¹, espaço em que o IFRS S1 dispõe que a empresa pode utilizar o padrão IFRS independentemente de as demonstrações financeiras de propósito geral serem preparadas com base em outras normas, princípios ou padrões contábeis aceitos.

cooperação e a partilha de informações; (4) as regras de divulgação e de transparência fornecem informações atualizadas, exatas e eficazes em termos de custos sobre todas as questões relativas à companhia, incluindo os resultados financeiros e operacionais, os principais executivos e membros do conselho de administração e a sua remuneração, as estruturas de governança e as políticas e as questões relativas aos trabalhadores; (5) as responsabilidades do conselho de administração detalham a sua responsabilidade perante a companhia e os acionistas, o seu papel em garantir o cumprimento das leis e dos regulamentos e a integridade do processo de divulgação de informações financeiras; e, acrescentadas recentemente (6) a sustentabilidade e a resiliência – transparência nas informações socioambientais (OCDE, 2023, p. 44).

³⁹¹ “An entity may apply IFRS Sustainability Disclosure Standards irrespective of whether the entity’s related general purpose financial statements (referred to as ‘financial statements’) are prepared in accordance with IFRS Accounting Standards or other generally accepted accounting principles or practices (GAAP).”. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards-issb/english/2023/issued/issbs1/>>. Acesso em 11 de jan. 2025.

Outro exemplo de vinculação indireta do relatório com partes relacionadas é a disposição de que as divulgações financeiras à sustentabilidade devem permitir que os usuários de relatórios financeiros compreendam os efeitos dos riscos e das oportunidades relacionados à sustentabilidade sobre os fluxos de caixa, o acesso ao financiamento e o custo de capital a curto, médio e longo prazo para a controladora e suas subsidiárias³⁹²³⁹³.

5.3.1.2.Divulgação Obrigatória de Informações

O relatório estabelece a obrigatoriedade de divulgação de informações ao longo de todo o seu conteúdo³⁹⁴, detalhando a forma de divulgação³⁹⁵; exigência de serem realizadas conjuntamente com as informações financeiras de propósito geral³⁹⁶ e a impossibilidade de omissão de informações materiais. Ainda, quanto à omissão, utiliza o “pratique-ou-explique”, exigindo que a entidade que reporta a informação justifique qualquer situação que envolva a omissão³⁹⁷. Essa exigência, inclusive, alinha-se ao entendimento do IBGC sobre o aumento da transparência sobre a governança³⁹⁸, permitindo que investidores tomem decisões mais bem informadas, aumentando a comparabilidade entre as empresas que realizam divulgação de informações financeiras seguindo os modelos do ISSB.

No tocante à divulgação de informações sobre o ESG, embora o IFRS S1 não utilize explicitamente o termo ESG, abrange “riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade” e reconhece a interdependência desses com a cadeia de valor da entidade³⁹⁹.

³⁹² Na seção “Reporting entity (paragraph 20)”, item B38. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards-issb/english/2023/issued/issbs1/>>. Acesso em 11 de jan. 2025.

³⁹³ Conforme item 2.1 do Capítulo 3 controladora e controlada são partes relacionadas.

³⁹⁴ A título de exemplo, ver seções: Objective, itens 1 a 4. Business model and value chain, itens 32, (a) e (b); *Fair presentation*, item 15;

³⁹⁵ Na seção de “General requirements” há uma subseção denominada “Local of disclosure” e, assim como nas demais partes do padrão de relato, há, no item 60, o seguinte: “An entity is required to provide disclosures required by IFRS Sustainability Disclosure Standards as part of its general purpose financial reports.

³⁹⁶ Itens 60 a 63 da seção Location of Disclosures.

³⁹⁷ Seção Strategy. “Subseção Financial position, financial performance and cash flows, item 40: If an entity determines that it need not provide quantitative information about the current or anticipated financial effects of a sustainability-related risk or opportunity applying the criteria set out in paragraphs 38–39, the entity shall: (a) explain why it has not provided quantitative information; (b) provide qualitative information about those financial effects, including identifying line items, totals and subtotals within the related financial statements that are likely to be affected, or have been affected, by that sustainability-related risk or opportunity; and (c) provide quantitative information about the combined financial effects of that sustainability-related risk or opportunity with other sustainability-related risks or opportunities and other factors unless the entity determines that quantitative information about the combined financial effects would not be useful”.

³⁹⁸ Vide nota de rodapé 56 do Capítulo 2.

³⁹⁹ Appendix B. Application Guidance. Sustainability-related risks and opportunities (paragraphs 11–12), item B2 “An entity’s sustainability-related risks and opportunities arise out of the interactions between the entity and its stakeholders, society, the economy and the natural environment throughout the entity’s value chain. These interactions—which can be direct and indirect—result from operating an entity’s business model in pursuit of the

Essa abordagem se conecta com os princípios do ESG, apesar da carência de aprofundamentos. Neste aspecto, o FRE traz um detalhamento muito maior sobre a divulgação de informações sobre ESG em relatórios, metodologia e padrões seguidos, auditabilidade, dentre outros.

Nesse contexto, o IFRS S1 define o que é materialidade⁴⁰⁰, mas não apresenta uma matriz por considerar que os julgamentos de materialidade são específicos de cada entidade e, portanto, os limites para materialidade ou sua predeterminação precisam ser analisados em situações específicas⁴⁰¹⁴⁰². E nesse contexto, abarca especificamente a materialidade financeira, mas relação com a dupla materialidade não é clara ao longo de todo o relatório⁴⁰³.

Essa ausência de definição de uma matriz, por entender que a realidade de cada empresa é diferente, reforça a inexistência do one size fits all, bem como a dos *shadow documents*.

5.3.1.3. Aprovação e Governança

No último bloco, relacionado à aprovação e governança, o relatório não exige expressamente a aprovação da alta direção, mas dispõe que a empresa divulge informações sobre o papel da “administração nos processos de governança, controles e procedimentos usados para monitorar, gerenciar e supervisionar riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade”⁴⁰⁴⁴⁰⁵.

entity’s strategic purposes and from the external environment in which the entity operates. These interactions take place within an interdependent system in which an entity both depends on resources and relationships throughout its value chain to generate cash flows and affects those resources and relationships through its activities and outputs—contributing to the preservation, regeneration and development of those resources and relationships or to their degradation and depletion. These dependencies and impacts might give rise to sustainability-related risks and opportunities that could reasonably be expected to affect an entity’s cash flows, its access to finance and cost of capital over the short, medium and long term.”.

⁴⁰⁰ Em Fair presentation. Item 14; Em Appendix B. Application guidance, seção “Materiality (paragraphs 17–19)”

⁴⁰¹ Em Appendix B. Application guidance, seção “Materiality (paragraphs 17–19)”, subseção “Identifying material information”, item B19.

⁴⁰² No mesmo sentido, não houve menção a nenhum dos ODS e quais são materiais para o negócio.

⁴⁰³ Para alcançar tal conclusão, analisou-se, dentro do sítio eletrônico do relatório, a aba de “Standard”, em “Available documents”, os subitens “Standard”, “Basis por Conclusions” e “Accompanying Guidance”.

⁴⁰⁴ Item 26.b dentro da seção “Core content”, subseção “Governance”.

⁴⁰⁵ No Brasil, essa obrigatoriedade pode ser encontrada, por exemplo, no FRE e, especificamente no tocante às TPRs, o Estatuto Social deve definir quais transações devem ser aprovadas pelo conselho de administração e o conselho de administração deve aprovar uma política de transações com partes relacionadas. Dessa forma, verifica-se que o relatório não possui uma diretriz tão clara quanto às normas brasileiras.

O relatório propõe o alinhamento das informações com os demais mecanismos de governança corporativa⁴⁰⁶, estabelecendo conexões com outros relatórios⁴⁰⁷ e reconhecendo a incompletude de divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade apenas pela utilização do IFRS S1, inclusive dispondo que o objetivo das divulgações financeiras relacionadas à sustentabilidade sobre governança é permitir que os usuários de relatórios financeiros de propósito geral compreendam os processos, controles e procedimentos de governança que uma entidade utiliza para monitorar, gerenciar e supervisionar riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade. Para atingir esse objetivo, a empresa que utiliza o relatório deve divulgar informações sobre: os órgãos de governança responsáveis pela supervisão dos riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade e como esses riscos e oportunidades estão refletidos em termos de referência, mandatos, descrições de função e outras políticas relacionadas aplicáveis a esse(s) órgão(s) ou indivíduo(s), dentre outros⁴⁰⁸.

5.3.2. GRI

5.3.2.1. Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas

⁴⁰⁶ Na seção de “General requirements” subseção “Local of disclosure” item 60, bem como seção “Core Content”, subseção “Governance”, itens 26 e 27. Este último, em específico, dispõe que “To achieve this objective, an entity shall disclose information about: (a) the processes and related policies the entity uses to identify, assess, prioritise and monitor sustainability-related risks, including information about: (i) the inputs and parameters the entity uses (for example, information about data sources and the scope of operations covered in the processes); (ii) whether and how the entity uses scenario analysis to inform its identification of sustainability-related risks; (iii) how the entity assesses the nature, likelihood and magnitude of the effects of those risks (for example, whether the entity considers qualitative factors, quantitative thresholds or other criteria); (iv) whether and how the entity prioritises sustainability-related risks relative to other types of risk; (v) how the entity monitors sustainability-related risks; and (vi) whether and how the entity has changed the processes it uses compared with the previous reporting period; (b) the processes the entity uses to identify, assess, prioritise and monitor sustainability-related opportunities; and (c) the extent to which, and how, the processes for identifying, assessing, prioritising and monitoring sustainability-related risks and opportunities are integrated into and inform the entity’s overall risk management process.

⁴⁰⁷ Na aba “About”, antes de adentrar nos standards em si, o ISSB dispõe de “related active projects”, “related completed projects” e “related ISSB Standards”, mencionando SASB Standard e IFRS S2 Climate-related Disclosures. Já na aba “Basis for conclusions”, menciona a complementaridade das disposições com o GRI Standards, TCFD recommendations; United States Securities and Exchange Commission (US SEC) in The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (the US SEC Climate Proposal), entre outros. Além disso, na seção denominada “Connected Information”, dispõe nos item 21 a 23 que a entidade que reporta a informação do relatório deve fornecer informações que permitem aos usuários dos relatórios financeiros estabelecer conexões com os itens aos quais a informações se referem - tais como riscos e oportunidades que podem razoavelmente afetar as perspectivas da entidade -; com as divulgações sobre governança, estratégia, gestão de riscos e métricas e metas; entre as divulgações financeiras relacionadas à sustentabilidade e outros relatórios financeiros de propósito geral publicados, tais como suas demonstrações financeiras relacionadas (ver parágrafos B39-B44).

⁴⁰⁸ Disponível na seção “Core content”.

Em relação ao Bloco 1, o GRI traz uma subseção destinada ao tema do conflito de interesses⁴⁰⁹, definindo o seu conceito para o relatório⁴¹⁰ e determinando que a organização deverá: (a) descrever os processos usados pelo mais alto órgão de governança para garantir que conflitos de interesse sejam prevenidos e mitigados; e (b) relatar se conflitos de interesse são revelados aos *stakeholders*⁴¹¹, incluindo, pelo menos, conflitos de interesse relacionados à: participação cruzada em outros órgãos de administração; participação acionária cruzada com fornecedores e outros *stakeholders*; existência de acionistas controladores; partes relacionadas, suas relações, transações e saldos pendentes.

Para tanto, também detalha situações de conflitos de interesses e fornece orientação para atualização em determinadas hipóteses⁴¹², inclusive utilizando-se do pratique-ou-explique em casos que envolvem potenciais omissões de situações de conflito⁴¹³, bem como requerendo, em certos casos, o reporte de práticas para sua mitigação⁴¹⁴. Além disso, também há orientações para atuação em hipóteses de conflito de interesses que envolvem a estrutura de governança e a sua composição⁴¹⁵.

⁴⁰⁹ “Conteúdo 2-15 Conflitos de interesse”, dentro do “GRI 2: Conteúdos Gerais 2021”.

⁴¹⁰ GRI 2: Conteúdos Gerais 2021. Glossário. conflito de interesse: situação em que o indivíduo precisa escolher entre as exigências de sua função na organização e seus próprios interesses ou responsabilidades pessoais ou profissionais.

⁴¹¹ Para o GRI, *stakeholders* “são indivíduos ou grupos que possuem interesses que são afetados ou poderiam ser afetados pelas atividades da organização. Categorias comuns de stakeholders das organizações são parceiros de negócios, organizações da sociedade civil, consumidores, clientes, empregados e outros trabalhadores, governos, comunidades locais, organizações não governamentais, acionistas e outros investidores, fornecedores, sindicatos e grupos vulneráveis. Nas Normas GRI, um interesse (relativo à palavra “stake”, de *stakeholder*) é algo de valor para um indivíduo ou grupo, que pode ser afetado pelas atividades de uma organização. Os stakeholders podem possuir mais de um interesse. Nem todos os interesses são de igual importância e nem todos precisam ser tratados igualmente.” GRI: Fundamentos 2021, item 2.4.

⁴¹² Dentro de GRI 3: Temas Materiais 2021, na Seção 2 “Conteúdos sobre temas materiais”, Conteúdo 3-1 Processo de definição de temas materiais, especialmente na justificativa da relatora para descrever como, na definição de temas materiais, ela priorizou o impacto para relato com base na importância - item 3-1-b - a entidade “poderá relatar conflitos de interesse que tenham surgido entre diferentes stakeholders e como a organização resolveu esses conflitos de interesse.” e no GRI 11: Setor de Petróleo e Gás 2021. Box 7. Transparência sobre contratos e estruturas de propriedade. “A falta de transparência sobre as estruturas de propriedade pode tornar difícil determinar quem se beneficia das transações financeiras no setor de petróleo e gás. A transparência dos beneficiários efetivos tem sido identificada como uma oportunidade significativa para deter conflitos de interesse, corrupção, e elisão e evasão fiscais.”, entre outros.

⁴¹³ Na seção 3, sobre “Relato em conformidade com as Normas GRI”, dispõe no requisito 6 “Apresentar motivos para omissão em conteúdos e requisitos que a organização não pode cumprir” que “Não aplicável”. A organização escolhe “não aplicável” como o motivo para omissão nas seguintes situações: Quando um conteúdo ou um requisito de um conteúdo não se aplica à organização com base em suas características (ex.: porte, tipo). Por exemplo, o item 2-15-b-iii da Norma GRI 2: Conteúdos Gerais 2021 exige que a organização relate se conflitos de interesse relacionados à existência de acionistas controladores são divulgados aos stakeholders. Esse requisito não se aplica a organizações que não possuem acionistas (ex. fundações).”

⁴¹⁴ No item 1 “A organização e suas práticas de relato”, conteúdo 2-9 “Estrutura de governança e sua composição”, na análise do “Conteúdo 2-11 Presidente do mais alto órgão de governança” Dispõe, na letra (b) que a organização deverá “se o presidente for também um alto executivo, descrever sua função na gestão da organização, os motivos para esse acúmulo de funções e como conflitos de interesse são prevenidos e mitigados”.

⁴¹⁵ No item 1 “A organização e suas práticas de relato”, conteúdo 2-9 “Estrutura de governança e sua composição”, no subitem c, que se refere à necessidade de a organização descrever a composição do mais alto

Especificamente em relação às partes relacionadas, a menção mais específica se limita à seção destinada a conflito de interesses⁴¹⁶, não havendo definições mais precisas sobre o tema, o que limita a aplicabilidade prática das Normas Gerais, Temáticas ou Setoriais para empresas que desejam fortalecer a governança nesses aspectos. Quanto a aspectos financeiros que podem estar relacionados com TPRS ou indiretamente ao tema, o “GRI 207: Tributos 2019” indica a faculdade de que a empresa esclareça a sua abordagem em relação a preços de transferência⁴¹⁷ - correlacionado indiretamente com o *propping* e o *tunneling*, já que as TPRS podem ser usadas para transferência de ativos e recursos em detrimento de acionistas, bem como para o escoramento de empresas.

Em seguida, na seção 2 da mesma Norma Temática, o GRI é mais específico nas transações intra-grupo, dispondo que a entidade relatora deve relatar as informações sobre as demonstrações financeiras consolidadas auditadas relativas a todas as jurisdições fiscais em que atua, incluindo, para cada jurisdição fiscal, consoante item b, subitem “v” “receitas provenientes de transações intra-grupo com outras jurisdições fiscais. Além disso, fornece orientações para divulgação dessas informações, porque considera que “receitas provenientes de vendas por terceiros e provenientes de transações intra-grupo com outras jurisdições são um indicador mais adequado da magnitude das atividades da organização dentro de uma jurisdição fiscal do que receitas agregadas”⁴¹⁸.

Em resumo, portanto, o GRI poderia avançar nas Normas Temáticas que discutem as informações financeiras. Não há orientações claras sobre como monitorar e auditar transações - financeiras, de caráter geral ou com partes relacionadas.

órgão de governança e seus comitês, um dos pontos que devem ser observado é o “ii. independência”. Para tanto, o GRI dispõe da seguinte orientação: “Orientações para o item 2-9-c-ii “Independência” refere-se a condições que possibilitam que os membros do mais alto órgão de governança exerçam um julgamento independente, livre de quaisquer influências externas ou conflitos de interesse. Consulte a referência [20] da Bibliografia para mais informações sobre critérios de independência para órgãos de governança”. No mesmo sentido ocorre na mesma seção, com orientações para o “Conteúdo 2-10 Nomeação e seleção para o mais alto órgão de governança”.

⁴¹⁶ Item Conteúdo 2-15 Conflitos de interesse., b, iv.

⁴¹⁷ Em GRI 207: Tributos 2019, Conteúdo Conteúdo 207-1 Abordagem tributária, o relatório fornece Orientações para o Conteúdo 207-1-a, dispondo o seguinte “A organização relatora poderá ilustrar sua abordagem tributária fornecendo exemplos extraídos de suas práticas tributárias. Por exemplo, a organização poderá fornecer uma visão geral do seu uso de paraísos fiscais, os tipos de incentivos fiscais que usa ou sua abordagem para preço de transferência. Esses exemplos ajudam a demonstrar o apetite de risco da organização e as práticas tributárias consideradas aceitáveis e inaceitáveis pela organização e seu mais alto órgão de governança.”

⁴¹⁸ Além disso, em relação a normas contábeis, dispõe, dentro de GRI 201: Desempenho Econômico 2016. Seção 2. Conteúdos temáticos, que “os dados poderão ser compilados usando-se, por exemplo: as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (International Financial Reporting Standards-IFRS aplicáveis, publicadas pelo Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade (International Accounting Standards Board-IASB), e as Interpretações feitas pelo Comitê de Interpretação das IFRS (IFRS Interpretations Committee) (normas específicas IFRS são referenciadas para alguns conteúdos); as Normas Internacionais de Contabilidade do Setor Público (International Public Sector Accounting Standards IPSAS), emitidas pela Federação Internacional de Contadores (International Federation of Accountants - IFAC); normas nacionais ou regionais reconhecidas internacionalmente para fins de elaboração de relatórios financeiros.”.

Assim, por mais que o destaque para receitas provenientes de transações intra-grupo seja importante indicador de magnitude das atividades dentro de uma jurisdição fiscal e para o entendimento acerca da materialidade, essa abordagem, quando focada apenas no volume financeiro, sem fornecer informações qualitativas sobre a natureza e o riscos dessas transações, pode resultar em uma divulgação que parece completa, mas que carece de profundidade analítica, revelando-se insuficiente para abarcar a complexidade das TPRs.

5.3.2.2. Divulgação Obrigatória de Informações

O relatório estabelece a obrigatoriedade de divulgação de informações ao longo de todo o seu conteúdo, detalhando a forma de divulgação⁴¹⁹ e dispondo de regras específicas para tanto⁴²⁰; além da impossibilidade de omissão de informações materiais. Todavia, não obriga, para o relato em conformidade com o GRI, à divulgação dessas informações em um local específico, como sítio eletrônico da entidade relatório ou onde as informações do relatório podem ser encontradas/divulgadas⁴²¹.

Quanto à omissão de informações, utiliza o “pratique-ou-explique”, exigindo que as informações materiais sejam divulgadas e que as omissões sejam justificadas⁴²².

⁴¹⁹ A título de exemplo, dentro de GRI 1: Fundamentos 2021, o relatório se divide em requisitos para atingir a conformidade de relato consoante as normas GRI. No “Requisito 1: Aplicar os princípios de relato”, dispõe que a organização deverá aplicar todos os princípios de relato especificados na Seção 2 da Norma GRI 1: Fundamentos 2021; igualmente, no “Requisito 2: Relatar os conteúdos da Norma GRI 2: Conteúdos Gerais 2021”, que a organização deverá relatar todos os conteúdos da Norma GRI 2: Conteúdos Gerais 2021. Em relação ao “Requisito 3: Definir os temas materiais”, analisar as Normas Setoriais que se aplica ao setor da empresa, definir se cada tema das Normas Setoriais aplicáveis é um tema para material para organização, listá-los e explicar como a organização definir porque são ou não materiais”.

⁴²⁰ “Em GRI 1: Fundamentos 2021, o Anexo 1. O “Sumário de conteúdo da GRI em conformidade” se ocupa com a demonstração de como montar um sumário, inclusive como criar o que pode ser chamado de matriz de materialidade, vez que há a disposição dos temas materiais dentre as orientações.

⁴²¹ Quanto ao ponto, sem prejuízo das Normas Setoriais e Temáticas, em GRI 1: Fundamentos 2021, o GRI dispõe que “A organização poderá publicar ou tornar as informações acessíveis em vários formatos (ex.: eletrônico, impresso) em um ou mais locais (ex.: um relatório de sustentabilidade avulso, páginas da Internet, um relatório anual). Tanto o termo “relatório” como a expressão “informações relatadas” referem-se, nas Normas GRI, a informações relatadas em todos os locais.”

⁴²² Se a organização não puder cumprir com um conteúdo ou um requisito em um conteúdo para o qual são permitidos motivos para omissão (ex.: porque a informação necessária é confidencial ou sujeita a proibições legais), então é necessário que a organização especifique o conteúdo ou o requisito que não pode cumprir e apresente um motivo para omissão com uma explicação no sumário de conteúdo da GRI. Consulte o Requisito 6 desta Norma para mais informações sobre motivos para omissão. Se a organização não puder relatar as informações necessárias sobre um item especificado em um conteúdo porque o item (ex.: comitê, política, prática ou processo) não existe, ela poderá cumprir o requisito relatando que este é o caso. A organização poderá explicar os motivos de não possuir esse item ou descrever possíveis planos para criá-lo. O conteúdo não exige que a organização implemente o item (ex.: criar uma política), mas é necessário que ela relate que o item não existe. Tabela 1. Motivos para omissão permitidos e explicações necessárias. GRI 1: Fundamentos 2021, Anexo 1.

Dessa forma, o GRI demonstra um compromisso com a transparência e responsabilidade corporativa, estabelecendo regras para a omissão de dados relevantes, mas ainda falta clareza a respeito da divulgação conjunta ou isolada em relação a outros relatórios e mecanismos de governança.

Não há menção específica ao termo ESG ou ASG. Todavia, isso não prejudica a análise do enquadramento do tema dentro do relatório, tendo em vista que os temas que envolvem o ambiental, social e governança são tratados em diversas partes das Normas Consolidadas, como em GRI 1: Fundamentos 2021⁴²³ e são objeto da obrigatoriedade de divulgação⁴²⁴, bem como justificativa em caso de omissões⁴²⁵. Ainda, diferentemente do IFRS S1, é um requisito para a aplicação do GRI a definição de temas materiais aplicáveis, por meio de uma matriz⁴²⁶, com a justificativa de enquadramento ou não na atividade nesses

⁴²³ GRI 1: Fundamentos 2021, Seção 3 “3. Relato em conformidade com as Normas GR”. O relato em conformidade com as Normas GRI permite que a organização forneça um quadro abrangente de seus impactos mais significativos na economia, no meio ambiente e nas pessoas, inclusive impactos nos direitos humanos, e de como a organização gerencia esses impactos. Isso permite que os usuários de informações façam avaliações e tomem decisões embasadas sobre os impactos da organização e sua contribuição ao desenvolvimento sustentável.

⁴²⁴ No Glossário das Normas GRI 2022, na letra ‘O’ há “operação com impactos negativos significativos reais ou potenciais nas comunidades locais”, definida pelo GRI como “operação, considerada isoladamente ou em combinação com as características de comunidades locais, que apresenta um potencial acima da média de impactos negativos, ou impactos negativos reais, no bem-estar social, econômico ou ambiental dessas comunidades locais” que vem seguida pela definição de “órgão de governança”. Nas Normas Setoriais, a Norma GRI 13: Setores de Agropecuária, Agricultura e Pesca 2022. “Os fornecedores podem também possuir certificações ou sistemas de verificação por terceiros que vinculem seus produtos a locais de produção que mantenham certas normas de desempenho ambiental, econômico e social.”

⁴²⁵ Objeto do “Requisito 6: Apresentar motivos para omissão em conteúdos e requisitos que a organização não pode cumprir” dentro de GRI 1: Fundamentos 2021, incluindo dispondo que motivos para omissão são permitidos, exceto para os “Conteúdo 2-1 Detalhes da organização; Conteúdo 2-2 Entidades incluídas no relato de sustentabilidade da organização; Conteúdo 2-3 Período de relato, frequência e ponto de contato; Conteúdo 2-4 Reformulações de informações; Conteúdo 2-5 Verificação externa; Conteúdo 3-1 Processo de definição de temas materiais; Conteúdo 3-2 Lista de temas materiais” E como todas as normas (setoriais ou gerais) apresentam conteúdos não só relacionados ao aspecto financeiro, mas como também de impacto, ambas as preocupações são abarcadas.

⁴²⁶ Por matriz, considerou-se todo o arcabouço de tabelas apresentado nas Normas Setoriais. A título de exemplo, na Norma Setorial “GRI 11: Setor de Petróleo e Gás 2021”, tendo em vista que a “Introdução” desta dispõe o seguinte: “A Norma GRI 11: Setor de Petróleo e Gás 2021 fornece informações para organizações do setor de petróleo e gás sobre seus prováveis temas materiais. Esses temas materiais são provavelmente temas materiais para as organizações do setor de petróleo e gás com base nos impactos mais significativos do setor na economia, no meio ambiente e nas pessoas, inclusive impactos em seus direitos humanos. A Norma GRI 11 também possui uma lista de conteúdos para as organizações do setor de petróleo e gás relatarem em relação a cada tema material provável. Ela inclui conteúdos das Normas Temáticas da GRI e de outras fontes.”. Por outro lado, não se considera a matriz de temas prováveis como fechada, conforme o próprio texto diz, mas o GRI teve o esforço metodológico de buscar agrupamentos da indústria relevantes ao setor de petróleo e gás em outros sistemas de classificação (Tabela 1); estrutura de relato incluída em cada tema (Figura 2), perfil do setor (seção 1); correlação entre os temas prováveis para o setor e os ODS (Tabela 2), além de fornecer tabelas para o repasse dos conteúdos.

temas materiais prováveis⁴²⁷, mas não são objeto de atenção os indicadores de desempenho de ESG⁴²⁸.

Há a preocupação com a dupla materialidade, abarcando a materialidade financeira⁴²⁹ e a de impacto⁴³⁰, inclusive com a justificativa em caso de omissão de informações materiais financeiras ou de ESG, e menção direta aos ODS⁴³¹.

O enfoque na dupla materialidade reforça a importância de integrar as perspectivas econômicas, sociais e ambientais, mas o relatório não cumpre com o propósito de os investidores usarem essas “informações para identificar oportunidades e riscos financeiros relacionados aos impactos da organização, e avaliar seu sucesso a longo prazo”, bem como não contribui para a “comparabilidade global e a qualidade das informações relatadas sobre esses impactos” (GRI, 2021, pp. 6-7)⁴³², no tocante às TPRs que, conforme objeto de explanação em capítulo próprio deste trabalho, possuem influência significativa no desempenho econômico-financeiro e de mercado de empresas brasileiras.

Não se olvida que o relatório reconhece a necessidade de observância de outros relatos exigidos por lei ou pela regulação, principalmente para aspectos financeiros⁴³³. Todavia, no

⁴²⁷ Ver em “GRI 1: Fundamentos 2021” o Anexo 1. “Sumário de conteúdo da GRI.”

⁴²⁸ Inclusive, no GRI 1: Fundamentos 2021, no item 1.1 Propósito das Normas GRI, o GRI expressamente pontua que “É importante notar que as Normas GRI não estabelecem alocações, limiares, objetivos, metas ou quaisquer outros padrões de referência para bom ou mau desempenho”.

⁴²⁹ A título de exemplo: Seção 2. item 2.2 “Temas materiais”. Box 1. Relato de sustentabilidade e relato financeiro e de criação de valor As Normas GRI permitem que as organizações relatem informações sobre os impactos mais significativos de suas atividades e suas relações de negócios na economia, no meio ambiente e nas pessoas, inclusive impactos em seus direitos humanos. Tais impactos são de importância primordial para o desenvolvimento sustentável e para os stakeholders das organizações, e são o foco do relato de sustentabilidade.

⁴³⁰ De forma exemplificativa, na Seção 2, destinada aos “Conceitos Centrais”, item 2.1 “Impacto” há a definição de impacto que uma organização pode ter na economia, no meio ambiente ou nas pessoas, “inclusive efeitos em seus direitos humanos, como resultado das atividades ou das relações de negócios da organização. Os impactos também poderão ser reais ou potenciais, negativos ou positivos, de curto ou longo prazo, intencionais ou não, e reversíveis ou irreversíveis. Esses impactos indicam a contribuição, negativa ou positiva, da organização para o desenvolvimento sustentável”.

⁴³¹ Ver GRI 11: Setor de Petróleo e Gás 2021. Seção 1 “Perfil do setor” e Tabela 2 em que o GRI irá relacionar cada tema material provável do setor com os ODS.

⁴³² Além disso, no Box 1. Relato de sustentabilidade e relato financeiro e de criação de valor, dentro de GRI 1: Fundamentos 2021, o próprio relatório dispõe que “Os impactos das atividades e das relações de negócios de uma organização na economia, no meio ambiente e nas pessoas poderão ter consequências negativas e positivas para a própria organização. Essas consequências poderão ser operacionais ou reputacionais e, portanto, em muitos casos, financeiras. Por exemplo, o alto uso por parte de uma organização de energia não renovável contribui para as mudanças climáticas e poderia, ao mesmo tempo, resultar em um aumento nos custos operacionais para a organização devido à legislação que visa mudar o uso de energia para fontes renováveis.” e “O relato de sustentabilidade é, dessa forma, crucial para o relato financeiro e de criação de valor. As informações disponibilizadas pelo relato de sustentabilidade fornecem subsídios para a identificação de oportunidades e riscos financeiros relacionados aos impactos da organização e para a avaliação financeira. Isso, por sua vez, ajuda a avaliar a materialidade financeira do que reconhecer em demonstrações financeiras”, motivo pelo qual um relato mais adequado das transações com partes relacionadas era esperado do relatório.

⁴³³ Vide item 5.1 Alinhamento do relato de sustentabilidade com outros relatos do GRI 1: Fundamentos 2021. Recomenda-se que a organização alinhe seu relato de sustentabilidade com outros relatos exigidos por lei e regulatórios, especialmente seu relato financeiro. Isso significa que é recomendado que a organização relate as informações para o mesmo período de relato e para o mesmo grupo de entidades que foram abrangidas em seu

que tange ao item ‘4. Princípios de relato’, do próprio padrão de relato, o GRI não cumpre o quesito da comparabilidade em relação ao tema das TPRS ou partes relacionadas.

5.3.2.3. Aprovação e Governança

O GRI propõe o alinhamento das informações do modelo de relato com a governança da empresa ou entidade relatora⁴³⁴ e estabelece conexão com outros mecanismos de governança corporativa⁴³⁵. Além disso, exige auditabilidade ou revisão das informações por entidade independente⁴³⁶.

Por outro lado, não exige, para a divulgação em conformidade com o GRI, a aprovação da alta direção, gerando apenas recomendações neste sentido⁴³⁷. Situação semelhante ocorre com o reconhecimento acerca da incompletude do relato em conformidade com o GRI, que é apresentado de forma implícita pelas Normas⁴³⁸. Ainda, no corpo das

relato financeiro. Recomenda-se também que a organização publique as informações simultaneamente ao seu relato financeiro, sempre que possível”.

⁴³⁴ GRI 2: Conteúdos Gerais 2021. Em Conteúdo 2-12 Papel desempenhado pelo mais alto órgão de governança na supervisão da gestão dos impactos. “A organização deverá: a. b. c. descrever o papel desempenhado pelo mais alto órgão de governança e pelos altos executivos no desenvolvimento, na aprovação e atualização da declaração de valores ou de missão, estratégias, políticas e objetivos relacionados ao desenvolvimento sustentável; descrever o papel desempenhado pelo mais alto órgão de governança na supervisão da devida diligência da organização e de outros processos para identificar e gerenciar seus impactos na economia, no meio ambiente e nas pessoas, incluindo: i. ii. se e como o mais alto órgão de governança se engaja com stakeholders para ajudar nesses processos; como o mais alto órgão de governança considera os resultados desses processos; descrever o papel do mais alto órgão de governança na análise da eficácia dos processos da organização conforme descrito no item 2-12-b e relatar a frequência desta análise.

⁴³⁵ Tais como Conselho de Administração ou mais alto órgão de governança - vide nota de rodapé anterior e Seção 3 do GRI 2: Conteúdos Gerais 2021 e sistema de remuneração - vide Conteúdo 2-21 Proporção da remuneração total anual do GRI 2: Conteúdos Gerais 2021. Além disso, também pode ser verificado no item 5.2 do GRI 1: Fundamentos 2021, quando o GRI inclui a necessidade de utilizar controles internos, verificação externas, comitês de stakeholders ou de especialistas para aumentar a credibilidade do relato de sustentabilidade.

⁴³⁶ GRI 201: Desempenho Econômico 2016. Seção 2. Conteúdo 201-1 Valor econômico direto gerado e distribuído “ Requisitos para compilação 2.1 Ao compilar as informações especificadas no Conteúdo 201-1, a organização relatora deverá, se aplicável, compilar o valor econômico direto gerado e distribuído a partir dos dados contidos nas demonstrações financeiras ou demonstração do resultado do exercício auditadas ou nos seus relatórios de gestão auditados internamente.”

⁴³⁷ GRI 3: Temas Materiais 2021. “Recomenda-se que o mais alto órgão de governança da organização supervisione o processo, analise e aprove os temas materiais. Se a organização não tiver um mais alto órgão de governança, recomenda-se que um alto executivo ou grupo de altos executivos supervisione o processo, analise e aprove os temas materiais.” Além disso, “ Recomenda-se que a organização descreva também como estabeleceu um limiar para definir quais temas são materiais para o relato e se ela testou sua seleção de temas materiais com usuários potenciais e especialistas. É necessário que a organização relate se o mais alto órgão de governança é responsável por analisar e aprovar as informações relatadas, inclusive os temas materiais da organização, conforme descrito no Conteúdo 2-14 da Norma GRI 2. Recomenda-se que a organização explique quaisquer mudanças em sua seleção inicial de temas materiais seguindo aprovação interna e testagem com usuários potenciais e especialistas.”

⁴³⁸ GRI 1: Fundamentos 2021. “Relato de temas materiais não cobertos pelas Normas Temáticas da GRI Quando um tema material da organização não for coberto pelos conteúdos das Normas Temáticas da GRI, é necessário que a organização relate como ela gerencia o tema material, usando o Conteúdo 3-3 da Norma GRI 3: Temas Materiais 2021. Consulte o Requisito 4-C desta Norma para mais informações.”

Normas, é feita à necessidade de utilização de outros relatórios, mas não especifica quais são⁴³⁹.

No tocante à obrigatoriedade de revisão periódica das informações, essa confirmação é obtida por uma análise sistêmica de todos os modelos de relato⁴⁴⁰, principalmente quando este dispõe sobre a comparabilidade das informações entre os períodos de relato e sobre o conteúdo “Conteúdo 2-3 Período de relato, frequência e ponto de contato” do GRI 2: Conteúdos Gerais 2021⁴⁴¹.

5.3.3. SASB

5.3.3.1. Conflitos de Interesses e Partes Relacionadas

Em relação ao Bloco 1, o SASB não apresenta um padrão em termos de conflito de interesses, no sentido de ser uma seção em todos os setores, mas com orientações específicas alinhadas por setor. A maioria dos setores sequer menciona o termo de conflito de interesses. Dos 77 setores analisados, nenhum define conflito de interesses, 7 mencionam e 7 detalham situações de conflito de interesses⁴⁴², que são os mesmos que demonstram preocupação com a

⁴³⁹ GRI 1: Fundamentos 2021. 5.1 Alinhamento do relato de sustentabilidade com outros relatos “Recomenda-se que a organização alinhe seu relato de sustentabilidade com outros relatos exigidos por lei e regulatórios, especialmente seu relato financeiro. Isso significa que é recomendado que a organização relate as informações para o mesmo período de relato e para o mesmo grupo de entidades que foram abrangidas em seu relato financeiro. Recomenda-se também que a organização publique as informações simultaneamente ao seu relato financeiro, sempre que possível.” Além disso, Anexo 1. Sumário de conteúdo da GRI em conformidade do GRI 1: Fundamentos 2021 “A organização poderá incluir informações adicionais no sumário de conteúdo, além do exigido pelas Normas GRI. Por exemplo, a organização poderá mostrar como os conteúdos que relatou utilizando as Normas GRI estão relacionados aos que são exigidos por outras normas ou estruturas de relato”.

⁴⁴⁰ É o que ocorre, por exemplo, no GRI 3: Temas Materiais 2021, em “1. Orientações para definição de temas materiais”: “Em cada período de relato, recomenda-se que a organização analise seus temas materiais do período de relato anterior para prestar contas das mudanças nos impactos. As mudanças nos impactos podem resultar de mudanças nas atividades da organização e nas relações de negócios. Essa análise ajuda a garantir que os temas materiais representam os impactos mais significativos da organização em cada novo período de relato.”. Em seguida, no Conteúdo 3-2 Lista de temas materiais, dispõe que “A organização deverá: a. listar seus temas materiais; b. relatar mudanças na lista de temas materiais em comparação ao período de relato anterior.”.

⁴⁴¹ Neste ponto, o relatório dispõe que “A organização deverá: a. especificar o período de relato e a frequência de seu relato de sustentabilidade; b. especificar o período de relato de seu relato financeiro e, se ele não se alinhar com o período de seu relato de sustentabilidade, explicar o motivo para isso; c. relatar a data de publicação do relatório ou das informações relatadas; d. especificar o contato para perguntas sobre o relatório ou as informações relatadas.”, exigindo a publicação simultânea com o seu relato financeiro. Além disso, vai dispor sobre o período de relato, considerado como o “período de tempo específico coberto pelas informações relatadas, que pode ser, por exemplo, ano fiscal ou ano calendário.”

⁴⁴² São eles: Investment Banking & Brokerage; Asset Management & Custody Activities; Security & Commodity Exchanges; Engineering & Construction Services; Real Estate Services; Media & Entertainment; Professional & Commercial Services.

mitigação deste⁴⁴³. Por outro lado, nenhum dos setores contém orientações para atuação em situação de conflito, restringindo-se às informações que devem ser reportadas.

Além disso, nenhum dos setores menciona ou define partes relacionadas, fala sobre Políticas de TPRs ou traz informações sobre controle e grupo econômico, bem como descrição de regras, políticas e práticas quanto à realização de TPRs⁴⁴⁴.

5.3.3.2. Divulgação Obrigatória de Informações

O relatório exige que informações sejam divulgadas com base em setor, dispondo, no mesmo sentido, sobre forma e regras específicas para essa divulgação⁴⁴⁵. A depender do setor, a divulgação de informações ambientais, sociais e de governança pode vir de forma mais explícita, direta e bem detalhada⁴⁴⁶, apresentando detalhamento de como informações ESG podem ter impacto significativo no retorno contábil e de mercado⁴⁴⁷, ou representar um

⁴⁴³ Exemplo de preocupação com a mitigação: SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | INVESTMENT BANKING & BROKERAGE. Metrics. FN-IB-510b.4. Description of approach to ensuring professional integrity, including duty of care 1 The entity shall discuss its policies that aim to ensure professional integrity. 1.1 The scope of the disclosure includes aspects of professional integrity related to negligence, breach of fiduciary duty, misrepresentation, omission of facts and malpractice. 2 The scope of the disclosure may include policies, training and implementation of codes of ethics as well as investigations, enforcements and disciplinary procedures relating to: 2.1 conflicts of interest, such as mitigation and transparency of potential or perceived conflicts; 2.2 oversight of advisory services and recommendations; 2.3 maintenance and reporting of accurate data; 2.4 protection of confidential business information, including accuracy, retention and destruction of business records and documents; 2.5 fair pricing; 2.6 employee training on relevant regulations; or 2.7 processes for internal investigations for malpractice or negligence. 3 The entity shall discuss compliance with industry best practices, including codes of conduct and codes of ethics, as a measure of its management approach to ensuring quality of work and professional integrity.

⁴⁴⁴ O setor que chegou mais próximo à preocupação com TPRs que esperava ser encontrada nos relatórios foi o “Real Estate Services” que, no item “Transparent Information & Management of Conflict of Interest. Metrics. IF-RS-510a.1.” dispôs sobre as transações de dupla agência, exigindo que a entidade descreva políticas e práticas para garantir a ética profissional e para evitar conflito de interesses nessas transações, incluindo sua mitigação e transparência e contrapartes das transação.

⁴⁴⁵ Cada setor tem os seus temas materiais, com tópicos que devem ser divulgados. A título de exemplo, o setor “Toys & Sporting Goods” tem, dentro das métricas de divulgação de sustentabilidade financeiramente orientadas, o tópico “Chemical & Safety Hazards of Products”, em que a empresa deve divulgar informações sobre número de recalls, discussão de processos para avaliar e gerenciar riscos ou perigos associados a produtos químicos em seus produtos, e total de perdas monetárias como resultado de processos legais associados à segurança do produto. E, dentro desses tópicos, cada um terá uma série de requisitos com regras específicas para divulgação, incluindo procedimentos legais e documentos que comprovem o que foi realizado pela empresa. E isso vai se diferenciar do setor “Coal Operations”, que terá tanto regras e métricas quanto tópicos específicos para divulgação.

⁴⁴⁶ É o que ocorre nos setores Insurance; Asset Management & Custody Activities; Investment Banking & Brokerage; Security & Commodity Exchanges.

⁴⁴⁷ SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | ASSET MANAGEMENT & CUSTODY ACTIVITIES. Incorporation of Environmental, Social, and Governance Factors in Investment Management & Advisory. Topic Summary. Asset Management & Custody Activities entities maintain a fiduciary responsibility to their clients. These entities must consider and incorporate an analysis of all material information into investment decisions, including environmental, social and governance (ESG) factors. The process of ESG investment involves consideration of ESG factors in valuation, modelling, portfolio construction, proxy voting and engagement with investors and, as a result, in investment decision-making by asset and wealth managers. As the management and use of non-financial forms of capital increasingly contribute to market value, incorporation of ESG factors in the

impacto menor na atividade, sem detalhamento ou menção⁴⁴⁸. Já em relação aos ODS, eles não são mencionados em nenhum dos 77 setores.

Em termos de materialidade, a abordagem SASB em relação à materialidade baseia-se em uma definição financeiramente orientada, identificando tópicos de sustentabilidade que têm probabilidade razoável de afetar o desempenho financeiro e o valor empresarial de longo prazo de uma empresa típica de um setor. Todavia, tópicos de materialidade de impacto também são objeto de abordagem pelos setores⁴⁴⁹.

No tocante à matriz de materialidade, o SASB apresenta o “Sustainability Disclosure Topics & Metrics” para cada um dos 77 setores indicando uma matriz de materialidade que contém as métricas para tópicos de discussão⁴⁵⁰, a categoria, a unidade de medida e o código que a métrica será abordada ao longo do relatório⁴⁵¹, aprofundando a identificação de tópicos materiais que é abordada no GRI nas Normas Setoriais.

Todavia, não há disposição sobre a divulgação dessas informações no sítio eletrônico das empresas ou documento específico, bem como informação se a empresa que adota o relatório em conformidade com o SABS deve divulgar as informações de ESG conjuntamente

analysis of investees has become more relevant. Research has established that an entity’s management of some ESG factors may impact materially both its accounting and market returns. Therefore, deep understanding of investees’ ESG performance, integration of ESG factors in valuation and modelling, as well as engagement with investees on sustainability issues allows asset managers to generate superior returns. On the other hand, asset management and custody activities industry entities that fail to consider these risks and opportunities in their investment management activities may witness diminished investment portfolio returns that may result in reduced performance fees.”

⁴⁴⁸ Para menção, é o que ocorre, por exemplo, no caso do setor “Consumer Finance”, em que os tópicos são privacidade do consumidor, segurança de dados e práticas de venda. Situação semelhante se repete em: Mortgage Finance; Agricultural Products; Food Retailers & Distributors; Meat, Poultry & Dairy; Non-Alcoholic Beverages; Non-Alcoholic Beverages; Processed Foods; Restaurants; Tobacco; Biotechnology & Pharmaceuticals; Drug Retailers; Health Care Distributors; Managed Care; Medical Equipment & Supplies; Electric Utilities & Power Generators; Gas Utilities & Distributors; Home Builders; Real Estate; Waste Management; Water Utilities & Services; Biofuels, Airlines, Automobiles; Rail Transportation, entre outros.

⁴⁴⁹ É o que ocorre, por exemplo, no setor “Health Care Delivery”, no tópico “Climate Change Impacts on Human Health & Infrastructure”. Topic Summary. “An increase in extreme weather events associated with climate change may present physical threats to health care delivery facilities and create challenges in serving affected populations. Coupled with the potential spread of infectious diseases and food and water scarcity, these events may present material implications for the Health Care Delivery industry.” e cujas métricas estão associadas, em resumo, às práticas e políticas praticadas pela indústria para tratar do assunto interna e externamente.

⁴⁵⁰ Segundo o SASB - informação que aparece na introdução de todos os setores - os tópicos de divulgação “descrevem riscos ou oportunidades específicas relacionadas à sustentabilidade associadas às atividades conduzidas por entidades dentro de um setor específico”. As métricas “acompanham os tópicos de divulgação e são projetadas para, individualmente ou como parte de um conjunto, fornecer informações úteis sobre o desempenho de uma entidade para um tópico de divulgação específico”.

⁴⁵¹ No caso do setor de vestuário, acessórios e calçados dispõe de tópicos (ex: gerenciamento de produtos químicos em produtos), as métricas para o tópico (Discussão dos processos para manter a conformidade com as normas de substâncias restritas restritas e Discussão dos processos para avaliar e gerenciar gerenciar riscos ou perigos associados a substâncias químicos em produtos), a categoria (para o exemplo, discussão e análise, mas para outros casos pode ser quantitativo), a unidade de medida e o código (para o exemplo CG-AA-250a.1).

com as informações do padrão ou em outro documento específico para essa finalidade⁴⁵². Da mesma forma, não houve a definição de metodologia ou padrão a serem seguidos na definição de ESG, tendo em vista que na maioria dos setores o tópico de ESG foi encontrado.

5.3.3.3. Aprovação e Governança

O relatório propõe o alinhamento das informações divulgadas com a governança da empresa⁴⁵³, estabelece conexão com outros mecanismos de governança corporativa⁴⁵⁴, bem como estabelece conexão com outros relatórios (em especial, os IFRS S1 e S2), inclusive trazendo orientações específicas sobre como reportar a informação no relatório relacionado⁴⁵⁵.

Independente da análise setorial analisada, o SASB apresenta uma introdução dispondo que as entidades que usam SASB devem utilizá-lo como parte da implementação do padrão ISSB⁴⁵⁶ e que o ISSB assumiu a responsabilidade sobre as informações do SASB,

⁴⁵² Essa informação só foi encontrada no item “Location of information”, do Basis for Conclusions on General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, que englobou ISSB, CDSB, Global Reporting Initiative, IIRC e SASB, criando uma base de informações, com o objetivo de “This ‘group of five’ standard-setters and framework providers—CDP (formerly the Carbon Disclosure Project), CDSB, the Global Reporting Initiative, the IIRC and the SASB—co-authored a paper illustrating how their complementary frameworks, standards and platforms could be consolidated to focus on the aspects set out by the TCFD to provide a running start for the development of a single set of global standards that could enable disclosure of how sustainability risks and opportunities create, preserve or erode an entity’s enterprise value.”. Informação disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/amendments/english/2023/issb-2023-c-basis-for-conclusions-on-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information-part-c.pdf?bypass=on>>. Acesso em 29 jan. 2025.

⁴⁵³ Em rol elucidativo. SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | OIL & GAS – EXPLORATION & PRODUCTION. EM-EP-210a.3. Discussion of engagement processes and due diligence practices with respect to human rights, indigenous rights, and operation in areas of conflict” dispõe que a discussão pode incluir mecanismos de governança que a entidade implementar para garantir que todos os níveis da organização sigam suas políticas e práticas, inclusive em relação a parceiros e, caso não aplicável a esses parceiros, a entidade poderá discutir os fatores que impedem a aplicação de tais práticas. Todavia, isso não acontece em todos os setores, de forma a demonstrar que, para o SASB, as preocupações em termos de governança ou não vão depender dos assuntos e de seus tópicos e métricas.

⁴⁵⁴ SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | COAL OPERATIONS. EM-CO-210a.2. Discussion of engagement processes and due diligence practices with respect to the management of indigenous rights. “The discussion may include governance mechanisms the entity puts in place to ensure all levels of the organisation adhere to its policies and practices.”.

⁴⁵⁵ FN-CB-410b.1. Absolute gross financed emissions, disaggregated by (1) Scope 1, (2) Scope 2 and (3) Scope 3 1 The entity shall disclose its absolute gross financed emissions, disaggregated by Scope 1, Scope 2, and Scope 3 SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | COMMERCIAL BANKS.1.1 In preparing this disclosure, the entity shall apply the requirements for measuring greenhouse gas emissions in accordance with paragraph 29(a) of IFRS S2 Climate-related Disclosures (S2) and the corresponding requirements in paragraph B62 for entities with commercial banking activities. 1.2 In applying paragraph B62 of S2, the entity shall apply the principles of aggregation and disaggregation from paragraphs B29 and B30 of IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information.

⁴⁵⁶ “Entities using the SASB Standards as part of their implementation of ISSB Standards should consider the relevant ISSB application guidance.”

exigindo a correlação entre ambos quando da divulgação de informações sobre sustentabilidade⁴⁵⁷.

Todavia, não foram identificadas as exigências relacionadas à aprovação da alta direção; necessidade de revisão periódica das informações, bem como auditabilidade ou revisão das informações por entidade independente. Neste último, identificou-se apenas a revisão por entidade independente em forma de sugestão⁴⁵⁸. Por outro lado, o relatório dispõe sobre sua incompletude e sobre a necessidade de utilizar o ISSB para os repórteres de acordo com o SASB, o que pode justificar a inexistência dessas informações dentro dos setores.

5.4. Conclusões Gerais da Análise Empírica

Observou-se, em todos os três relatórios analisados, que nenhum aborda suficientemente a matéria de conflitos de interesses ou transações com partes relacionadas. Isto posto, não foi possível identificar as partes relacionadas consideradas em cada relatório. O próprio termo “partes relacionadas” só foi mencionado no GRI, que se limitou a mencionar partes relacionadas, sem determinar o seu conceito ou extensão; e o termo “transações com partes relacionadas” só foi encontrado uma única vez, também no GRI, mas foi objeto de uma linha, sem preocupação com os aspectos detalhados de escopo das transações, a exemplo do que é exigido no FRE.

⁴⁵⁷ SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | BUILDING PRODUCTS & FURNISHINGS. About the SASB Standards. As of August 2022, the International Sustainability Standards Board (ISSB) of the IFRS Foundation assumed responsibility for the SASB Standards. The ISSB has committed to maintain, enhance and evolve the SASB Standards and encourages preparers and investors to continue to use the SASB Standards. IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information (IFRS S1) requires entities to refer to and consider the applicability of disclosure topics in the SASB Standards when identifying sustainability-related risks and opportunities that could reasonably be expected to affect an entity's prospects. Similarly, IFRS S1 requires entities to refer to and consider the applicability of metrics in the SASB Standards when determining what information to disclose regarding sustainability-related risks and opportunities. In June 2023, the ISSB amended climate-related topics and metrics in the SASB Standards to align them with the industry-based guidance accompanying IFRS S2 Climate-related Disclosures. In December 2023, the ISSB amended the non-climate-related topics and metrics in connection with the International Applicability of SASB Standards project.

⁴⁵⁸ SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD | IRON & STEEL PRODUCERS. EM-IS-430a.1. Discussion of the process for managing iron ore or coking coal sourcing risks arising from environmental and social issues 1 The entity shall discuss its policies and procedures for managing environmental and social risks that may affect sourcing that are present in its iron ore or coking coal supply chain. 1.1 Discussion shall include any existing or projected risks or constraints in obtaining raw materials (for example, iron ore or coking coal) within the supply chain, including those related to restricted/limited availability, political situations, local labour conditions, natural disasters, climate change or regulations. 1.2 The scope of disclosure may include description of the use of screening, codes of conduct, audits and certifications. 2 If audits are discussed, the entity may disclose whether audits are internal (first party), independent (third party) or administered by peers (for example, trade organisations).

Dessa forma, a análise de materialidade exigida dos utilizadores de relatórios e a entrega fornecida aos *stakeholders* quanto às TPRs é impactada negativamente, não sendo possível extrair materialidade (de impacto ou financeira) dos relatórios. Não é possível concluir que haja um direcionamento ao agente que utiliza SASB, GRI ou ISSB sobre o padrão para divulgação de informações financeiras em relação às TPRs. No mesmo sentido, considerando o resultado da análise, todos os três relatórios encontram-se no mesmo patamar de compatibilidade com a legislação brasileira, apresentando o mesmo esforço de complementação e harmonização prática com os mecanismos de governança corporativa e a legislação brasileira (resposta à H1 e à P3).

Por consequência, confirma-se a H2, no sentido de que a organização que se utiliza do relatório sem cumprir a legislação falha na governança, porque não se preocupa com a materialidade financeira; ou seja, utiliza o relatório com outros propósitos (ganho reputacional, confiança do mercado, entre outros) no tocante à mitigação e ao tratamento dos riscos e oportunidades relacionados às TPRs, avançando somente no tocante à incorporação de informações financeiras dentro de ESG. A legislação interna é mais robusta e exigente do que os padrões de relato internacionais.

Em resumo, não obstante os relatórios apresentem um avanço importante e significativo na divulgação de informações financeiras conjugadas com os esforços de ESG, não servem à divulgação de materialidade financeira sob a perspectiva de partes relacionadas, fazendo-se necessário conjugar esses esforços com outros documentos de governança.

Como os relatórios precisam ser conjugados com os mecanismos de governança corporativa adotados no país, a H3 também foi confirmada e os relatórios são considerados *shadow documents*, na medida em que constituem documentos de governança não estatutários que abarcam decisões importantes da governança diária das companhias, porém não agregam, isoladamente, nas informações importantes acerca de governança das TPRS.

A P1 restou prejudicada, tendo em vista que embora a análise empírica tenha permitido identificar as várias abordagens para definir e entender a materialidade - setorialmente alinhadas no SASB, materialmente identificadas no ISSB e a partir de normas setoriais ou temas materiais, no GRI - as partes relacionadas não são alcançadas no escopo dos relatórios. Em outras palavras, não são abarcadas como temas, tópicos ou subtópicos relevantes para divulgação.

5.5. Resposta Teórica e Contribuição do Presente Trabalho

Como conclusão da parte empírica, o presente trabalho apresenta uma proposta de contribuição para análise do tema, considerando os esforços de conjugação do mercado para a complementação entre informações financeiras e ESG: a inclusão do relacionamento e das transações com partes relacionadas como tema material a ser eventualmente incluído nos padrões de relato internacionais.

Chegou-se à presente conclusão a partir das definições dos relatórios sobre o que é materialidade e como se chega a um tema material.

5.5.1. Justificativa para inclusão como tema material no relatório GRI

Iniciando-se pela definição de temas materiais pelo GRI, o padrão define temas materiais como aqueles que representam os impactos mais significativos da organização na economia, no ambiente e nas pessoas, inclusive impactos nos direitos humanos. E a identificação desses temas ocorre em quatro etapas principais.

A (i) compreensão do escopo da organização, a partir das Normas Setoriais para compreender o contexto de cada setor; (ii) identificação dos impactos reais e potenciais, conforme temas e impactos das Normas Setoriais; (iii) avaliação da importância dos impactos, engajando-se com *stakeholders* e especialistas relevantes. As três primeiras etapas são conduzidas independentemente do processo de relato de sustentabilidade, mas elas são a base da última etapa (GRI, 2021, p. 103); e (iv) priorização dos impactos mais significativos para o relato, testando os temas materiais com especialistas e Normas Setoriais.

Dado esse modelo de identificação, entende-se que a inclusão de partes relacionadas como tema material faz sentido, porque as partes relacionadas - e suas transações - podem afetar a distribuição de recursos dentro da empresa, a competitividade do mercado e a equidade das transações⁴⁵⁹. Se mal gerenciadas, podem distorcer preços, alocar recursos artificialmente e criar assimetrias informacionais⁴⁶⁰, prejudicando investidores e outros *stakeholders*.

Soma-se a isso as conclusões trazidas pela *Latin American Corporate Governance Roundtable* sobre a qualidade das divulgações sobre TPRs nos FRE e o fato de que, no FRE, historicamente o item relacionado à divulgação dessas informações está entre os menos

⁴⁵⁹ Vide item 3.6.1.3 do Capítulo 3.

⁴⁶⁰ Isso em virtude dos conflitos de interesses e do conflito de agência, objeto do tópico 2.1 do Capítulo 2.

seguidos pelas companhias. Há, portanto, necessidade de conjugar outros esforços para melhorar as práticas quanto à divulgação do tema⁴⁶¹.

Outro ponto refere-se aos escândalos corporativos associados à prática de TPRs, que trouxeram impactos reais na longevidade das companhias. Não suficiente, as partes relacionadas têm impacto na governança e ética corporativa. A transparência e a prestação de contas sobre transações com partes relacionadas são fundamentais para garantir que somente são realizadas as transações eficientes, sem o uso da entidade relatora para extração de benefícios privados de controladores corporativos ou gestores, por meio do *tunneling ou propping* ou por meio de resultados⁴⁶².

Ou seja, incluí-lo como tema material, acrescenta esforços para assegurar (a) proteção efetiva dos acionistas não controladores, (b) desenvolvimento do mercado de capitais e (c) governança sadia das organizações empresariais, haja vista o impacto positivo para seus *stakeholders*⁴⁶³, já que o relatório não permite a omissão de informações materiais ou exige sua justificativa em caso de omissões. Não suficiente, como as três primeiras etapas para a definição de um tema material são conduzidas independentemente do processo de relato de sustentabilidade - que pode ser financeira - não há entrave para a análise das partes relacionadas como um tema material, que pode ser analisado nas Normas Gerais, Temas Materiais ou Normas Setoriais.

Em continuação, o GRI dispõe que os temas materiais e os impactos são definidos por meio de processos que embasam o relato financeiro e a criação de valor. Quanto ao ponto, como já pontuado, as partes relacionadas podem facilitar a realização de escolhas contábeis agressivas e manipulação de lucros, dificultando a análise a respeito da persistência de lucros sustentáveis a longo prazo, e enganando a percepção dos usuários sobre a qualidade da informação que, para aumentar a percepção dos usuários sobre a qualidade da informação que, útil para o processo de tomada de decisão de investidores, só acontece se os lucros estiverem refletindo o verdadeiro desempenho econômico da empresa (Alves Gonçalves *et al.*, 2023, pp. 100-101).

Por último, como a priorização dos impactos mais significativos para o relato deve ser testada com especialistas, refinadas a partir de temas materiais afetos à atividade desempenhada e de acordo com cada novo período, considerando modelo de negócios da

⁴⁶¹ Conforme tópico de diretrizes e melhores práticas, item 3.5.2 do Capítulo 3. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_inf-gov-corporativa_20241213_vf.pdf>. Acesso em 18 jan. 2025.

⁴⁶² Conforme item 3.6.1.2 “Propping, Tunneling e Gerenciamento de Resultados” do Capítulo 3.

⁴⁶³ Conforme destacado no item 3.2 do Capítulo 3.

entidade que relata as informações, “setores, contexto geográfico, cultural e contexto operacional legal, estrutura societária, bem como a natureza dos seus impactos” (GRI, 2021, pp. 102-103)⁴⁶⁴, a inclusão de partes relacionadas ou de TPRs como tema material pode variar em grau e importância de uma empresa para outra ou a cada período de relato e isso estará em linha com o entendimento da CVM sobre o tema⁴⁶⁵ e será capaz de trazer, para os relatórios, a importância devida ao tema⁴⁶⁶.

5.5.2. Justificativa para inclusão como tema material no relatório no IFRS

O IFRS (que abarca tanto o SASB como o ISSB - IFRS S1⁴⁶⁷) adota uma visão de materialidade⁴⁶⁸ considerando que temas materiais são aqueles cuja omissão, distorção ou ocultação podem influenciar as decisões que os principais usuários de relatórios financeiros de uso geral tomam com base nesses relatórios⁴⁶⁹. Os temas são determinados ao se considerar

⁴⁶⁴ Quanto ao ponto, o GRI, em “GRI 3: Temas Materiais 2021” relata que “. As mudanças nos impactos podem resultar de mudanças nas atividades da organização e nas relações de negócios. Essa análise ajuda a garantir que os temas materiais representam os impactos mais significativos da organização em cada novo período de relato.” (GRI, 2021, p. 102).

⁴⁶⁵ Conforme verificado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22 (pp. 8-11), o grau de envolvimento com TPRs depende de uma série de fatores, como “o porte da companhia, a frequência com que contrata com suas partes relacionadas e a materialidade da operação”, motivo pelo qual, consequentemente, a importância do tema terá variação na avaliação de cada companhia. Para mais, ver item 3.6.1.3 do Capítulo 3.

⁴⁶⁶ Exemplo da importância do tema pode ser verificada não só no contexto da CVM. O Banco Central do Brasil, no Edital de Consulta Pública nº 108, divulgado em 31 de outubro de 2024, que pretende regulamentar a prestação de serviços de Banking as a Service no Brasil, a vedação de contratação com partes relacionadas foi objeto de redação específica, consoante art. 6º §2º, IV, do referido Edital. A justificativa para tanto foram relacionadas aspectos de transparência e cumprimento da regulação vigente. Disponível em:

<<https://www.gov.br/participamaisbrasil/edital-de-participacao-social-n-108-2024>>. Acesso em 29 jan. 2025.

⁴⁶⁷ Essa informação é confirmada em diversos documentos. Em português, o IFRS dispõe, em “Orientação para o desenvolvimento de divulgações de sustentabilidade” que para saber identificar riscos e oportunidades relevantes, uma empresa utiliza Normas ISSB e deve considerar os padrões SASB, e para identificar quais informações divulgar, para outras questões além do clima, deve considerar os Padrões SABS e “a também pode considerar, na medida em que atenda às necessidades de informação dos investidores”, os Padrões GRI. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/supporting-implementation/ifrs-s1/s1-launch-webcast-slides-portuguese.pdf>>. Acesso em 19 jan. 2025.

⁴⁶⁸ Para tanto, levou-se em consideração a definição não só enquadrada dentro dos próprios modelos de relato, como também o posicionamento do IFRS para a criação do relatório integrado, no tópico destinado à materialidade, consoante item 3D, em que a entidade dispõe sobre o processo para determinar a materialidade, a identificação de temas materiais e a avaliação de sua importância. Disponível em:

<<https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2024/04/Framework-IR-Portugues-26fev.pdf>>. Acesso em 19 jan. 2025. Além disso, em documento específico para explicação do IFRS S1 em português, o IFRS dispõe, no tópico destinado a “como a sustentabilidade pode afetar as perspectivas de uma empresa” que os conceitos baseiam-se na Estrutura de Relato Integrado, justificando a análise ampla. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/supporting-implementation/ifrs-s1/s1-launch-webcast-slides-portuguese.pdf>>. Acesso em 19 jan. 2025.

⁴⁶⁹ Informação disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/basis-for-conclusions-exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf>>. Acesso em 01 fev. 2025.

seu efeito sobre estratégia, governança⁴⁷⁰, desempenho ou perspectivas da organização; nem todos os temas materiais serão considerados significativos e filtrados para um período de relato em específico e temas podem ser considerados materiais individualmente ou em conjunto⁴⁷¹.

A omissão de informações sobre transações ou relacionamentos com partes relacionadas pode abrir margem para a sua utilização como incentivos para reduzir a qualidade do lucro reportado⁴⁷². Esses incentivos podem abranger tanto as expectativas e avaliações do mercado de capitais - como a alterar a percepção de risco sobre a empresa⁴⁷³ e induzir investidores a reduzir suas expectativas de lucro futuro -, quanto motivações regulatórias, incluindo elisão fiscal e evasão de regras antitruste (Healy *et al*, 1998, pp. 10-26).

Ou seja, as TPRs têm o potencial de impactar diretamente a estratégia, a governança, o desempenho real e as perspectivas da organização⁴⁷⁴. Consequentemente, a ausência de transparência neste tema pode ter impacto direto nas decisões dos usuários de relatórios financeiros ou investidores.

Em continuação, o IFRS considera que os julgamentos de materialidade sobre as informações financeiras relacionadas à sustentabilidade são diferentes daqueles das demonstrações financeiras para fins gerais. Notadamente, dispõe que as informações sobre riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade não são limitadas pelas definições de ativos e passivos e pelos critérios de reconhecimento.

Os relacionamentos e as transações com partes relacionadas podem ser analisados isolada ou conjuntamente com as informações de sustentabilidade e com as demonstrações financeiras para fins gerais, embora seja mais comum em relação às últimas. Podem ser

⁴⁷⁰ Consoante Capítulo 2, a transparência tem impacto na governança corporativa, na medida em que é essencial para a proteção dos interesses dos investidores, evitando conflitos de interesse que possam prejudicar a criação de valor para a companhia, de curto, médio ou longo prazo.

⁴⁷¹ Para tanto, consoante item 3.26, dispõe que a avaliação da magnitude de um tema não implica que o efeito necessite ser quantificado, dispondo que, a depender da natureza do tema, uma avaliação qualitativa pode ser mais apropriada. Disponível em:

<<https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2024/04/Framework-IR-Portugues-26fev.pdf>>. Quanto ao ponto, o Informe de 2024 sobre os assuntos abordados no FRE já vão informar que a qualidade das informações sobre TPRs não são boas, enquadrando-se nessa conclusão do IFRS sobre informações materiais.

⁴⁷² Conforme item 3.6.1.2 do Capítulo 3.

⁴⁷³ Com o alisamento de lucros, por exemplo, que pode ser explicado como uma prática adotada por gestores de empresas para diminuir a flutuação dos lucros, disponibilizando informações não reais para os usuários. Para mais, ver: Consoni, S., Mendes, I. O. de V., & Soares, R. O. Grau de alavancagem operacional e alisamento de resultados contábeis. *Anais Do Congresso Brasileiro De Custos - ABC*. Disponível em: <<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/241>>. Acesso em 01 fev. 2025.

⁴⁷⁴ Essa conclusão soma-se aos aspectos do *propping*, gerenciamento de resultados e *tunneling* já abordados neste tópico e no Capítulo 3.

abarcados pela análise de sustentabilidade sob o ponto de vista econômico⁴⁷⁵, porque esta é a dimensão que significa a obtenção de lucros e geração de vantagens competitivas no mercado em que as companhias atuam⁴⁷⁶. Por seu turno, podem abarcar as informações financeiras para fins gerais, em virtude da capacidade de as TPRs abrangerem desvios de valor⁴⁷⁷ (bens, fluxos de caixa e as próprias ações da companhia) ou representarem a única forma de contratação possível, atendendo a necessidades específicas da empresa e ter uma associação positiva com os resultados da entidade⁴⁷⁸.

Ademais, o relacionamento com partes relacionadas não se resume a definições de ativos e passivos ou critérios de reconhecimento⁴⁷⁹, podendo representar a transferência de recursos, serviços ou obrigações independente de ser cobrado um preço em contrapartida (CVM, 2010, p. 4) ou apenas uma pessoa física ou jurídica que tenha relação próxima com a entidade e tem o potencial de influenciar nas decisões financeiras e operações uma da outra⁴⁸⁰, gerando a necessidade de se avaliar, qualitativa ou conjuntamente, se o tema será material para um dado período de relato.

No mesmo sentido, podem não alcançar os critérios de reconhecimento ou relevância⁴⁸¹ para serem incluídos em um período de relato específico, mas precisam ser enquadrados como tema material para permitir sua análise a cada novo período de relato. Exemplo disso, no caso brasileiro, é o fato de a CVM determinar a obrigatoriedade de divulgação de relacionamentos entre controladora e controlada independente de ter havido ou

⁴⁷⁵ Para mais, retomar ao Capítulo 4, item 4.3 “Sustentabilidade ambiental, econômica e social”.

⁴⁷⁶ Neste ponto, conforme Capítulo 4, entende-se que as TPRs podem servir de instrumento para remuneração dos fatores de produção, reposição de ativos usados e investimento para continuar o processo de repetição para essa continuidade empresarial estendida indefinidamente.

⁴⁷⁷ Para tanto, ver: Kraakman *et al.*, 2018, pp. 280-281.

⁴⁷⁸ Para tanto, ver Gordon, *et al.*, 2004, p. 10 e Capítulo 3.

⁴⁷⁹ Ante a ausência de definição do que foi considerado pelo IFRS como “critério de reconhecimento”, considerou-se, pelo contexto, que se refere às condições que determinam quando um item deve ser registrado (ou reconhecido) nas demonstrações financeiras de uma entidade.

⁴⁸⁰ Para tanto, ver item 3.1 do Capítulo 3. Assim, quando o IFRS adiciona que as informações financeiras relevantes relacionadas à sustentabilidade podem mudar de um período de relatório para outro, à medida que as circunstâncias e premissas mudam e à medida que os julgamentos de materialidade e as avaliações do valor da empresa pelos usuários de relatórios financeiros de uso geral evoluem, os riscos e as oportunidades dos relacionamentos e das transações com partes relacionadas como tema material também são capazes de acompanhar a mesma evolução.

⁴⁸¹ A título de exemplo, os critérios de relevância podem ser os mesmos do item 27 do Pronunciamento Técnico CPC nº 05, da CVM. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_05_R1_rev06_Consoolidado.pdf>. Acesso em 01 fev. 2025.

não transações entre essas partes relacionadas⁴⁸², em que o critério quantitativo, isoladamente considerado, não tornaria o tema material, mas qualidade e o grau do relacionamento, sim.

Por fim, o IFRS também dispõe que no processo de definição da materialidade de um tema, (i) considera-se os que têm capacidade substancial de criar valor no curto, médio e longo prazo, com impactos positivos ou negativos, incluindo riscos e oportunidades, e desempenhos ou perspectivas favoráveis ou desfavoráveis - aplicando-se também a informações financeiras -; (ii) temas com implicações diretas ou indiretas para a própria organização e magnitude de um tema⁴⁸³, e que temas não são excluídos com base no fato de a organização não desejar abordá-los ou não saber lidar com eles” (IFRS, 2022, p. 30); e (iii) aplica-se discernimento sobre as informações que serão divulgadas sobre os temas materiais.

Isto posto, conclui-se que (i) as TPRS, conforme já ressaltado, possuem esse impacto no curto, médio ou longo prazo, no seu aspecto positivo ou negativo, a depender da forma como foram realizadas; (ii) a complexidade dos relacionamentos com partes relacionadas, bem como a multiplicidade de enfoques que é possível lhe dar⁴⁸⁴ não é justificativa suficiente para não abordá-los como tema material. Por último, (iii) caso os relacionamentos ou as TPRS não se enquadrem nos critérios de relevância, desempenho ou magnitude, eles podem não ser divulgados, mas serão minimamente considerados pela companhia ao elaborar a lista de temas materiais para a divulgação.

A ausência de sua existência nos relatórios já exclui essa possibilidade⁴⁸⁵ e pode impactar diretamente a percepção de *stakeholders* sobre a governança e a sustentabilidade da entidade que relata a informação, motivo pelo qual defende-se que o tema deve ser considerado como material em todos os três relatórios analisados.

⁴⁸² Por óbvio, esse é um critério de relevância que pode não ser aplicável a todas as jurisdições, mas serve de exemplo da importância do tema. No Brasil, a justificativa para tanto, foi, pela CVM “Para possibilitar que os usuários de demonstrações contábeis formem uma visão acerca dos efeitos dos relacionamentos entre partes relacionadas na entidade, é apropriado divulgar o relacionamento entre partes relacionadas quando existir controle, tendo havido ou não transações entre as partes relacionadas.” (CVM, 2010, 7).

⁴⁸³ Essa avaliação de magnitude engloba fatores quantitativos e qualitativos; perspectivas financeira, operacional, estratégica, de reputação e regulatória; área do efeito, seja ela interna ou externa e período de tempo. Disponível em:

<<https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2024/04/Framework-IR-Portugues-26fev.pdf>>. Acesso em 19 jan. 2025.

⁴⁸⁴ As TPRS podem ser analisadas sob o viés qualitativo, quantitativo, impacto no médio, curto ou longo prazo, sob o viés de transações eficientes ou de conflito de interesses, entre outros. Para mais, ver Capítulo 3.

⁴⁸⁵ O entendimento deste trabalho é que essa ausência é injustificada, porque o tema tem impacto nas entidades que reportam a informação independente do setor de atuação e tem o potencial de impactar na sustentabilidade do negócio, assim como as informações ESG, governança e financeiras, de propósito específico ou geral possuem.

Com base nos critérios de materialidade estabelecidos pelo GRI, ISSB e SASB, há fundamentos sólidos para considerar relacionamentos ou transações com partes relacionadas como um tema material nos padrões de relato internacional.

No GRI, tais transações impactam a economia, a governança e os *stakeholders*, sendo cruciais para avaliar os efeitos sociais e financeiros das empresas. No ISSB e SASB, sua importância na criação de valor e preservação de valor financeiro torna o tema relevante para investidores e tomadores de decisão.

Além disso, a importância das transações com partes relacionadas já é amplamente reconhecida por diversos países, que vêm debatendo formas de direcioná-los e os limites de materialidade para a sua revisão. No entanto, para que esses debates resultem em respostas concretas, a qualidade da divulgação dessas informações precisa melhorar. A inclusão do tema como material pode ser um passo essencial para mitigar riscos e garantir transparência.

A convergência entre relatórios financeiros e ESG reforça que a transparência e a governança sobre partes relacionadas são fundamentais para um mercado mais eficiente, confiável e sustentável. Portanto, reconhecer partes relacionadas como tema material contribuiria para uma avaliação mais precisa sobre riscos corporativos, maior transparência nos relatórios e um alinhamento mais sólido entre desempenho e responsabilidade financeira.

6. CONCLUSÃO

A Governança Corporativa está em constante evolução, e a crescente - embora controvertida - influência dos fatores ESG impõe novos desafios à transparência e materialidade das informações financeiras. Nesse contexto, o presente estudo investigou a relação entre as Transações com Partes Relacionadas e ESG e foi estruturado a partir de duas partes principais: uma abordagem teórica e uma análise empírica dos padrões de relato GRI, SASB e ISSB (IFRS S1).

A abordagem teórica foi fundamentada na revisão bibliográfica das Teorias da Agência e dos Stakeholders - objeto do Capítulo 2 -, visando compreender, a partir de perspectivas complementares, como a governança corporativa pode mitigar os riscos das TPRs e fortalecer a transparência. Sob a Teoria da Agência, administradores e controladores corporativos podem utilizar diferentes artifícios para expropriar riqueza das companhias, sendo as TPRs um dos principais instrumentos para esse fim. Nesse sentido, maior transparência e harmonização das práticas contábeis tendem a aprimorar a divulgação dessas transações, fortalecendo o monitoramento por acionistas minoritários e reduzindo o potencial de expropriação.

Já a Teoria dos Stakeholders amplia a visão da governança para além dos acionistas e considera que as TPRs devem ser analisadas a partir de seu impacto sobre investidores, credores, fornecedores, funcionários e demais *stakeholders*. A adoção de boas práticas de governança e uma prestação de contas mais abrangente não apenas mitiga riscos de conflitos de agência, mas também fortalece a confiança e a legitimidade da empresa perante mercado e sociedade.

Por isso, concluiu-se que ambas as teorias são complementares, já que mercados não são espaços naturais, mas sim espaços sociais e políticos, moldados por instituições, regras e valores específicos, onde cada teoria reflete o contexto em que está inserida, e um bom sistema de governança resulta da combinação de diferentes abordagens teóricas, principalmente em fenômenos complexos como os das partes relacionadas e suas transações.

Assim, na primeira parte buscou-se responder oito questões principais sobre a governança das TPRs e sua relação com ESG. Na segunda, constatou-se que, embora as TPRs possam afetar diretamente a sustentabilidade, governança corporativa e a longevidade das companhias, os relatórios de ESG atualmente disponíveis não fornecem informações suficientes para que investidores possam utilizá-las como fator de investimento (P1).

Não existe um padrão único e obrigatório de divulgação de TPRs (P2). No Brasil, as empresas de capital aberto precisam considerar os critérios definidos pela CVM, Pronunciamento Técnico nº 05 e LSA, além de outros padrões autorregulatórios distintos (subitens 3.5.1 e 3.5.2). A Resolução CVM nº 193 traz diretrizes gerais sobre a implementação do IFRS S1 e S2 (P3); a regulação exige a divulgação das TPRs no FRE e em notas explicativas de demonstrações financeiras, mas a inclusão em relatórios ESG ainda é pouco padronizada, bem fragmentada e sujeita a interpretações diversas.

A pesquisa também concluiu que, não obstante os FREs tenham caráter obrigatório e forneçam informações relevantes para fins de avaliação de TPRs (P4), são insuficientes para aferir a aderência dessas transações aos critérios ESG (P5). Por isso, a inclusão das TPRs nos relatórios ESG (P6) exige diretrizes mais claras sobre a (dupla) materialidade (P7), a fim de permitir uma análise mais estruturada dessas transações. Assim, apesar de a aplicação de dupla materialidade às TPRs ser teoricamente viável (P8), a pesquisa concluiu que a falta de padronização nos relatórios ESG ainda impede essa abordagem de forma consistente.

Com base nas conclusões da análise documental (itens 5.3 e 5.4), a (H1) foi refutada, pois a ausência de métricas específicas ainda permite que TPRs sejam usadas para gerenciamento de resultados, não tendo sido identificados impactos positivos na transparência e redução de manipulação contábil. A (H2) foi confirmada, porque os relatórios não incluem nem padronizam adequadamente as informações sobre TPRs. No mesmo sentido, a (H3) também foi confirmada, demonstrando que o mercado global ainda não harmonizou as práticas de reporte de TPRs dentro de ESG. Por esse motivo, as empresas possuem esforço relevante de harmonização com as legislações - legais ou infralegais - locais.

É o que indicou o resultado da segunda parte - empírica -, que consistiu na análise dos padrões de relato GRI, SASB e ISSB, investigando em que medida as partes relacionadas são consideradas e o grau de esforço de harmonização da divulgação desses relatórios com a legislação legal e infralegal no Brasil. Embora esses padrões de relato tenham avançado na estruturação de relatórios de sustentabilidade, nenhum dos três aborda de maneira satisfatória a materialidade das TPRS, considerando os pilares de conflito de interesses; divulgação obrigatória de informações; e a necessidade de aprovação e governança. Os resultados podem ser verificados no item “5.4 Conclusões Gerais da Análise Empírica”, bem como nas análises específicas de cada relatório - subitens. 5.3.1 a 5.3.3.

Assim, reside o desafio de tratar as TPRs na ausência de mecanismos regulatórios que exijam um maior detalhamento sobre essas transações nos relatórios ESG, os quais permitiriam sua avaliação sob a ótica da dupla materialidade. Por isso, o presente estudo

buscou contrtribuir para o debate do tema a partir da inclusão das partes relacionadas e suas transações como tema material nos relatórios de ESG, explorando a viabilidade de métricas específicas para avaliar a transparência dessas transações e sua compatibilidade com os objetivos de desenvolvimento sustentável no ambiente corporativo.

A inclusão das transações e das partes relacionadas como tema material nos padrões de relato internacional não apenas fortalece a transparência e a governança corporativa, mas também aprimora a qualidade das informações disponíveis para investidores e demais *stakeholders*. A ausência de divulgação adequada dessas transações pode mascarar riscos relevantes, comprometer a credibilidade das demonstrações financeiras e influenciar negativamente a percepção do mercado sobre a solidez e a sustentabilidade das empresas.

Além disso, considerando a crescente integração entre relatórios financeiros e de sustentabilidade, a materialidade das TPRs transcende a esfera contábil e se insere em um debate mais amplo sobre ética corporativa, responsabilidade social e eficiência econômica. Dessa forma, compreende-se que a sua inclusão nos padrões de relato tem o condão de contribuir para um ambiente de negócios mais transparente quanto ao tema, reduzindo assimetrias informacionais e fortalecendo a confiança no mercado de capitais.

7. REFERÊNCIAS

- ABDUL RASHEED, P. C., THONSE HAWALDAR, I., & MALLIKARJUNAPPA, T. (2022). Related Party Transactions and firm value: the role of governance mechanism. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(2). Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2109053>>.
- ADAM; Camila; TENE, Jules Kout; KROENKE, Adriana. **Influência das transações com partes relacionadas no desempenho econômico-financeiro e de mercado de empresas brasileiras**. XIV Congresso ANPCONT, 2020. Disponível em: <https://anpcont.org.br/pdf/2020_CFF110.pdf>.
- ALVES GONÇALVES, K.; SILVA DO CARMO, C. H.; ZANOLLA, E.; MUSSOI RIBEIRO, a. Transações com partes relacionadas: : evidências de persistência dos lucros no mercado de capitais brasileiro. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 34, n. 1, p. 98–122, 2023. DOI: 10.22561/cvr.v34i1.7435. Disponível em: <<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/7435>>.
- APPELBAUM, Deniz; DUAN, Huijue Kelly; HU, Hanxin; SUN, Ting. **The Double Materiality Audit: Assurance of ESG Disclosure**. (February 22, 2023). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=4367032>>.
- AZEVEDO, Erasmo Valladão e FRANÇA, Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. Decisão da CVM no caso “Sistel-Previ”**. Erasmo Valladão e Novaes França, 2003, pp.658-660.
- BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Traduzido por Luís Antero Reto, Augusto Pinheiro. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, [2020]. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm>.
- BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn. **Corporate Governance and Enforcement**. World Bank Policy Research Working Paper 3409, September 2004 . Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/516141468765315959/pdf/wps3409.pdf>>.
- BIANCHI, M. A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. São Leopoldo: UNISINOS, 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), **Universidade do Vale do Rio dos Sinos**, 2005.
- BOVESPA e MB ASSOCIADOS. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000. Disponível em:

<https://www.b3.com.br/data/files/7E/46/D9/08/88337610515A8076AC094EA8/Mercado%20de%20Capitais_Contexto%20NM%20_MB%20Associados%20-%20Junho%202000_.pdf>.

B3. BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Guia: Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**. 2022.

Disponível em:

<https://www.b3.com.br/data/files/8F/E7/03/DF/E06E38101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG.pdf>.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM 193, de 20 de outubro de 2023. Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board - ISSB. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>>.

BROWN, B.J., HANSON, M.E., LIVERMAN, D.M. *et al.* Global sustainability: Toward definition. **Environmental Management** 11, 713–719 (1987).

<https://doi.org/10.1007/BF01867238>. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/226879595_Global_Sustainability_Toward_Definition>.

BUSCH, T., BRUCE-CLARK, P., DERWALL, J., ECCLES, R., HEBB, T., HOEPNER, A., Klein, C., KRUEGER, P., PEATZOLD, F., SCHOLTENS, B., & WEBER, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. **SN Business & Economics**, 1(2), 1–13.

<https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>. Disponível em:

<<https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>>.

CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. – São Paulo: Almedina, 2019.

CAMARGO, Rita de Cássia Correa Pepinelli; ALBERTON, Luiz. A percepção dos usuários sobre materialidade: mapeamento e análise sistêmica da literatura. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 26, n. 3, p. 1–24, 2016. Disponível em:<

<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3052>>.

CAMPOS, Susana; COSTA, Raquel. 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, set./dez. 2018 ISSN 2238-5320, UNEB, Salvador/BA.

CARVALHO, Angelo. G. P. de. A função regulatória dos contratos: regulação e autonomia privada na organização do poder econômico. **Revista de Direito Setorial e Regulatório**, Brasília, v. 5, n. 1, p. 91-114, maio 2019.

CHOI, Wonseok & Chung, Chune Young & Rabarison, Monika K. & Wang, Kainan, 2022. "Related party transactions and corporate environmental responsibility," **Finance Research Letters**, Elsevier, vol. 46(PA). Disponível em:

<<https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v46y2022ip1544612321004669.html>>.

CHRISMAN, J. (2019). Stewardship theory: Realism, relevance, and family firm governance. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 43(6), 1051-1066.
<https://doi.org/10.1177/1042258719838472>.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO (CMMAD). Nosso futuro comum Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1991. Disponível em:
https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4245128/mod_resource/content/3/Nosso%20Futuro%20Comum.pdf.

CUNHA, Lucas Marsili da. **Formas de coibir o abuso do poder de controle nas sociedades anônimas**/Lucas Marsili da Cunha: Paula Andrea Forgioni. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo - - São Paulo, 2018, 223p. Disponível em:
https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-15102020-195821/publico/9246032_Dissertacao_Corrigida.pdf.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**. Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare035.pdf>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021**: altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº, 80 de 29 de março de 2022**: dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023**: dispõe sobre a adoção das normas ISSB. 2023. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>

_____. **Informe de Governança Corporativa. Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua aplicação**. Avaliação de Resultado Regulatório (ARR). Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASADez/2024) Disponível em:
https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_inf-gov-corporativa_20241213_vf.pdf.

DIAS, Luciana Pires. Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas. Tese de Doutorado. **Faculdade de Direito da USP**, São Paulo, 2014. Disponível em:
<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-22082017-142602/pt-br.php>.

DI SIMONE, L.; PETRACCI, B.; PIVA, M. Economic Sustainability, Innovation, and the ESG Factors: An Empirical Investigation. **Sustainability** 2022, 14, 2270. Disponível em:
<https://doi.org/10.3390/su14042270>.

DONALDSON, 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, 1991.

EUROSIF. **Eurosif Report** 2014, Disponível em:

<<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-Study-2014.pdf>>.

FAMA, Eugene F. and JENSEN (Deceased), Michael C., Separation of Ownership and Control. Michael C. Jensen, Foundations of Organizational Strategy, **Harvard University Press**, 1998, and **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, June 1983. Disponível em:

<<https://ssrn.com/abstract=94034>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>>.

FILHO, Antonio Francisco Pereira Lima. O oráculo de delfos não era uma agência reguladora: os desafios regulatórios diante das incertezas oriundas da inovação tecnológica. In: FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Prata de. **Lei de liberdade econômica: análise crítica**. 1. ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2022, pp. 187-214.

FLORES, Silvia Amélia Mendonça; SONZA, Igor Bernardi. Determinants of RPTs in the Brazilian stock market: analysis of control-ownership wedge, firm value, performance and corporate governance. *Estud. Econ.*, São Paulo, vol.53 n.3, p.463-494, jul.-set. 2023. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/ee/article/view/204091/198171>>.

FRANCO, Brenda Dutra. **A governança corporativa em movimento: o ESG e a materialidade dos relatórios de sustentabilidade**. Dissertação de mestrado. Universidade Federal de Juiz de Fora, 2024.

FRAZÃO, Ana. Governança corporativa e compliance como mecanismos para a a superação do shareholder theory. JOTA (2019). Disponível em:

<<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>>.

_____. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. 1 Edição. Volume I, 2021, pp.79-109.

_____; CARVALHO, Angelo Prata de. **Lei de liberdade econômica: análise crítica**. 1. ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2022.

_____, Ana. **Governança Corporativa e compliance como mecanismos para a superação da shareholder theory**, 2019. Disponível em:

<http://www.professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2019-10-11-Governanca_Corporativa_e_compliance_como_mecanismos_para_a_superacao_da_shareholder_theory.pdf>.

_____. Liberdade de iniciativa e “livres mercados”: os pressupostos econômicos e jurídicos de uma economia de mercado realmente livre. In: FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Prata de (org). **Lei de liberdade econômica: análise crítica**. 1. ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2022, pp. 3-24.

_____. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. 1 Edição. Volume I, 2021, pp.79-109.

_____; CARVALHO, Angelo Prata de. Os Contratos Empresariais de Cooperação e os Mecanismos de Governança: Elementos de Operacionalização dos Contratos Relacionais ou Híbridos. **Direito, Empresas e Empreendedorismo**, 2021, 35.

FREEMAN, R. **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Boston: Pitman, 1984.

GAVANA, Giovanna; GOTTARDO, Pietro; MOISELLO, Anna. Related Party Transactions and Earnings Management: The Moderating Effect of ESG Performance. Empirical Evidence from Italy. **Sustainability** 2022, 14, 5823. <https://doi.org/10.3390/su14105823>. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/360570314_Related_Party_Transactions_and_Earnings_Management_The_Moderating_Effect_of_ESG_Performance_Empirical_Evidence_from_Italy>.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed.- São Paulo: Atlas, 2002.

GORDON, E., HENRY, E., PALIA, D. Related party transactions and corporate governance. In **Corporate Governance**, 2004. Emerald Group Publishing Limited. Disponível em:

<https://sites.rutgers.edu/darius-palia/wp-content/uploads/sites/218/2019/07/advances_04.pdf>.

_____. The determinants of related party transactions and their impact on firm value. **Working Paper, Rutgers University**, 2004. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/277285627_Determinants_of_Related_Party_Transactions_and_Their_Impact_on_Firm_Value>.

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

GRI. Normas GRI Consolidadas. 2021. Disponível em:

<<https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-portuguese-translations/>>.

_____. Perspective 10 - **ESG risk: Taking the woke debate seriously**, 2023, p. 2. Disponível em:<<https://www.globalreporting.org/search/?query=ESG>>.

_____. **SASB.A Practical Guide to Sustainability Reporting Using GRI and SASB Standards**, 2021. Disponível em:

<<https://help.sasb.org/hc/en-us/articles/360052463951-How-do-GRI-and-SASB-Standards-work-together-Do-companies-report-on-both-sets-of-standards#:~:text=SASB%20Standards%20focus%20on%20sustainability,a%20broad%20range%20of%20stakeholders>>.

HART Oliver. “Corporate Governance: Some Theory and Implications.” **The Economic Journal**, vol. 105, no. 430, 1995, pp. 678–89. *JSTOR*, <https://doi.org/10.2307/2235027>. Disponível em:

<<https://www.jstor.org/stable/9f9ecbcd-4e25-38ae-9fd4-62f7f7a00731?read-now=1&seq=3>>.

HENDRIKS, Bram; HERSKOVICH, Michael. **Related Party Transactions: How to ensure adequate protection of minority shareholder rights**. ICGN. Disponível em:

<<https://www.icgn.org/related-party-transactions-how-ensure-adequate-protection-minority-shareholder-rights>>.

HENRY, Elaine; GORDON, Elizabeth A.; REED, Bradford J. and LOUWERS, Timothy J., **The Role of Related Party Transactions in Fraudulent Financial Reporting** (June 2007).

Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=993532> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.993532>>.

IBGC, Comissão Jurídica. Potenciais Conflitos e Riscos em Transações com Partes Relacionadas. Outubro, 2019. Disponível em:

<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24141>.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa / **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa** - 6. ed. - IBGC. - São Paulo, SP : IBGC, 2023. 80 p. ; 18cm x 25,5cm. Disponível em:

<<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>>.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa Transações entre partes relacionadas / **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Coordenação: João Laudo de Camargo e Luiz Spinola. São Paulo, SP - IBGC, 2014 (Série Cartas Diretrizes, 4).

ISSB (International Sustainability Standards Board). General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. 2022, 9.16. Disponível em: <[Exposure Draft on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information](#)>.

_____. Effects Analysis | IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information and IFRS S2 Climate-related Disclosures | June 2023. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/effects-analysis.pdf>>.

_____. Basis for Conclusions on IFRS S1. General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. 2022. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/amendments/english/2023/issb-2023-c-basis-for-conclusions-on-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information-part-c.pdf?bypass=on>>.

_____. Exposure Draft: IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. 2022. Disponível em:

<<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/illustrative-guidance-exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf>>.

JENSEN M. e MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, p. 305-360, 1976.

KRAAKMAN, Reinier et al. **A Anatomia do Direito Societário: uma abordagem comparada e funcional**. São Paulo: Editora Singular, 2018.

KUMAR, S. (2023). A review esg performance as a measure of stakeholders theory. *Academy of Marketing Studies Journal*, 27(S3), 1-18. Disponível em: <<https://www.abacademies.org/articles/a-review-esg-performance-as-a-measure-of-stakeholders-theory-15712.html#:~:text=Stakeholders%20Theory%20and%20ESG&text=This%20view%20creates%20a%20framework,company%20successfully%20in%20long%20term>>.

LOPES; Juliana Campos; DEMAJOROVIC; Jacques Demajorovic. Responsabilidade Social Corporativa: uma visão crítica a partir do estudo de caso da tragédia socioambiental da Samarco. **Cad. EBAPE.BR**, v. 18, nº 2, Rio de Janeiro, Abr./Jun. 2020. FGV, ISSN 1679-3951. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1679-395173811>>.

MADHANI, Pankaj M. Corporate governance: Compliance of competitive advantage?. *Vision Research - A National Research Journal*, v. 4, n. 1, p. 96-104, January, 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2384346>>.

MAO, Xuting; SUNC, Hao; ZHUC, Xiaoqian; LIA, Jianping. **Financial fraud detection using the related-party transaction knowledge graph**. Elsevier 199 (2022) 733–740.

MARTINS NETO, Carlos. **ESG, interesse social e responsabilidade dos administradores de companhia**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

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

NARCISO, Bárbara Simões. **Compliance e conflito de interesses : análise comparativa dos programas listados no novo mercado em 2020 e 2022**. Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), 2022. Disponível em: <<https://repositorio.ufjf.br/jspui/handle/ufjf/14992>>.

_____; PINHEIRO, Caroline da Rosa. **Direito, Governança Corporativa e Startups**. ESG nas startups: materialidade como estratégia para negócios inovadores. coordenado por Fabrício de Souza Oliveira, José Luiz de Moura Faleiros Júnior . Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2024, pp. 125-142.

NILI, Yaron and HWANG, Cathy, Shadow Governance (October 2, 2019). 108 California Law Review 1097 (2020), Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper #1487, **Virginia Law and Economics Research Paper** No. 2020-14. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3463980>>.

OCDE. **Latin American Corporate Governance Roundtable**, 2012. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/doc2/Latin_American_Report_on_RPTs_final.pdf>.

_____. Supervision and Enforcement in Corporate Governance, 2013. Disponível em:
<<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264203334-en.pdf?expires=1726928066&id=id&accname=guest&checksum=2B778E7AF65C202FB4103492B736B2DD>>.

ODA, Patrícia. Transações com Partes relacionadas, Governança Corporativa e Desempenho: um estudo com dados em painel. São Paulo, 2011. Disponível em:
<<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-02052012-211106/publico/PatriciaOdaVC.pdf>>.

OLIVEIRA, Fabrício de Souza. **Governança corporativa - a crise financeira e os seus efeitos (equívocos e possibilidades)**. Rio de Janeiro: Processo 2022. 358p; 23 cm. ISBN 978658935186-2.

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

PAINE, Lynn S.; SRINIVASAN, Suraj. A Guide to the Big Ideas and Debates in Corporate Governance. **Harvard Business Review**, 2019.

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

_____. Corporate Governance in Emerging Markets. Oxford Handbook of Corporate Law and Governance Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe (Eds.), 2014. Disponível em:
<<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/edde4024-9fd4-494e-9dd8-6644da61909d/content>>.

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

_____; FRANCO, Brenda Dutra; NARCISO, Bárbara Simões. SG, vinculação e responsabilidade corporativa: reflexões a partir do PL nº 572/2022. Homa Publica. Revista Internacional de Derechos Humanos y Empresas |2526-0774| Vol.08| Nº02| Ago-Dez2024 |e:136, publicado em 12.02.2025. Disponível em:
<<https://periodicos.ufjf.br/index.php/HOMA/article/view/46424/28624>>.

_____; DA COSTA, Natanael Santos. Os desafios do ESG: uma leitura a partir da teoria da agência. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, n. 31, p. 63-93, jul./dez. 2022.

PRADO, Viviane Muller. **Grupos societários: análise do modelo da lei 6.404/1976**.

Disponível em:

<<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/9651/Viviane%20Muller%20Prado.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. A Estrutura da Governança Corporativa. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PRI. INTRODUCTORY GUIDES TO RESPONSIBLE INVESTMENT. About Stewardship, 2021. Disponível em: <<https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article>>.

_____. An introduction to responsible investment stewardship, 2021. Disponível em: <<https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-stewardship/7228.article>>.

PWC. **Manual de Contabilidade: IFRS/CPC: reconhecimento de receitas, contratos de construção e concessão, agricultura e divulgação de partes relacionadas/** [tradução] *PricewaterhouseCoopers*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2011

SANTANA, Maria Helena. Brazil: The Corporate Governance Framework and Practices relating to Supervision and Enforcement. **Supervision and enforcement in corporate governance** (OECD, 2013). Disponível em: <https://read.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/brazil-the-corporate-governance-framework-and-practices-relating-to-supervision-and-enforcement_9789264203334-4-en#page1>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2021.

_____; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael. **Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil**. Novembro, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307738>>.

SKOG, Rolf. Related Party Transactions – a closer look at the emergence of the new EU regime. **European Company and Financial Law Review**, vol. 18, no. 5, 2021, pp. 697-713. Disponível em: <<https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0031>>.

SZTAJN, Rachel; FILHO, Milton Barossi. Environment, Social and Corporate Governance: qualidade de vida e mercados. In: **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. - Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2022.

TIMM, Luciano B; CARDOSO, Matheus F. Poletto. **Direito, Governança Corporativa e Startups**. Governança Corporativa e análise econômica do Direito: ineficiência?. coordenado por Fabrício de Souza Oliveira, José Luiz de Moura Faleiros Júnior. Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2024, pp. 35-56.

UNEP. Gerenciamento de riscos ambientais, sociais e de governança em negócios de seguros de ramos elementares, 2020. Disponível em:

<<https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2021/04/ESG-Guidance-for-PC-Underwriting-2021-Portuguese.pdf>>.

VILELA, Renato. Conflito de interesses nas companhias de capital aberto e o novo padrão de transparência do ifrs: um estudo empírico dos mecanismos voluntários dedicados às transações entre partes relacionadas. Renato Vilela - 2012. 177 f. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/estudos/b35057102837d71d274e6d3db2c51cbd.pdf>>.

YOUNAS, Afshan. (2022). Review of Corporate Governance Theories. European Journal of Business and Management Research, 7(6), 79–83. Disponível em: <<https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.6.1668>>.

WU, S.R.; SHAO, C.; CHEN, J. Approaches on the Screening Methods for Materiality in Sustainability Reporting. *Sustainability* **2018**, *10*, 3233. Disponível em: <<https://doi.org/10.3390/su10093233>>.

APÊNDICE A - Questionário Aplicado

Descrição do questionário:

Questionário criado com o objetivo de auxiliar a análise empírica do material relacionado aos relatórios do ISSB, SASB e GRI, relacionado à pesquisa de mestrado, cuja parte de análise será iniciada em 11/01/2025 e tem como prazo final o dia 31/01/2025.

Os aspectos da pesquisa podem ser encontrados no material escrito, servindo o presente formulário para fins de comparação entre os relatórios. Objetivo de diminuir o viés de análise e erro humano na comparação do que cada um preenche.

1. Qual é o relatório analisado?
 - a. IFRS - ISSB
 - b. SASB
 - c. GRI
2. Data de início da análise

Bloco 1 - Conflito de Interesses

3. O relatório dispõe sobre:
 - ☐ Define conflito de interesses
 - ☐ Menciona situações de conflito de interesses
 - ☐ Detalha situações de conflito de interesses
 - ☐ Demonstra preocupação com a mitigação de conflito de interesses
 - ☐ Considera/define partes relacionadas
 - ☐ Fornece orientação para atuação em situações de conflito de interesses
4. Especificamente no tocante à Transações com Partes Relacionadas
 - ☐ Política de Transações com Partes Relacionadas;
 - ☐ Informações sobre controle e grupo econômico;
 - ☐ Descrição de regras, políticas e práticas quanto à realização de transações com partes relacionadas, conforme regras contábeis

Bloco 2 - Divulgação Obrigatória de Informações

5. Uma vez adotado o padrão:
 - ☐ Dispõe a respeito da obrigatoriedade de divulgação de informações
 - ☐ Dispõe de regras específicas para a divulgação de informações
 - ☐ Dispõe se o relatório ou documento considera os ODs e quais são materiais para a empresa
6. Sobre ESG: Dispõe a respeito da divulgação de informações ambientais, sociais e de governança corporativa?
 - a. Sim
 - b. Não

7. Em caso positivo, dispõe:

- ☐ Se a empresa que a adota o relatório deve divulgar informações ESG conjuntamente com as informações do padrão ou outro documento específico para essa finalidade
- ☐ Metodologia ou padrão seguidos na divulgação de informações ESG
- ☐ Se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de uma matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho ASG, e quais são os indicadores materiais para a empresa
- ☐ Não dispõe sobre informações de ESG

8. Sobre materialidade:

- ☐ Demonstra preocupação com a materialidade financeira
- ☐ Dispõe sobre a possibilidade de afetação das demonstrações financeiras
- ☐ Demonstra preocupação com a dupla materialidade
- ☐ Não menciona
- ☐ Define materialidade financeira
- ☐ Define dupla materialidade

9. Sobre Transações com Partes Relacionadas:

- ☐ Dispõe sobre a possibilidade de afetação das demonstrações financeiras
- ☐ Dispõe sobre a necessidade de demonstrar e divulgar a existência do relacionamento entre partes relacionadas (mesmo que não haja transação)
- ☐ Não dispõe sobre Transações com Partes Relacionadas

10. Ainda em relação às TPRs, exige divulgação do:

- ☐ Montante das transações
- ☐ Montante dos saldos existentes, incluindo compromissos
- ☐ prazos e condições, incluindo eventuais garantias, e a natureza da contrapartida a ser utilizada na liquidação
- ☐ Detalhes de quaisquer garantias dadas ou recebidas
- ☐ Provisão para créditos de liquidação duvidosa relacionada com o montante dos saldos existentes
- ☐ Despesa reconhecida durante o período relacionada a dívidas incobráveis ou de liquidação duvidosa de partes relacionadas
- ☐ Divulgação das condições em que a transação foi realizada
- ☐ As divulgações de que as transações com partes relacionadas foram realizadas em termos equivalentes aos que prevalecem nas transações com partes independentes são feitas apenas se esses termos puderem ser efetivamente comprovados.
- ☐ Razões que levaram a empresa a realizar a transação com a parte relacionada e não com terceiros
- ☐ Descrição pormenorizada das medidas tomadas e procedimentos adotados para garantir a comutatividade da operação
- ☐ Não dispõe sobre Transações com Partes Relacionadas

11. Dispõe sobre a necessidade de explicação em caso de ausência de divulgação de informações?

- a. Sim, em relação às informações financeiras
- b. Sim, em relação às informações de ESG
- c. Sim, em relação às informações financeiras e de ESG
- d. Não

Bloco 3 - Aprovação e Governança

12. Sobre aprovação, o relatório:

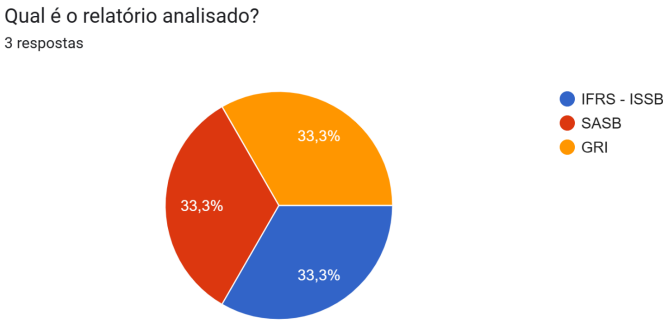
- a. Exige aprovação da alta direção
- b. Exige auditabilidade ou revisão das informações por entidade independente
- c. Não dispõe sobre aprovação

13. Sobre Governança:

- ☐ Propõe sobre o alinhamento das informações do relatório com a Governança da empresa
- ☐ Estabelece conexão com outros mecanismos de governança corporativa
- ☐ Dispõe sobre a incompletude do relatório
- ☐ Dispõe sobre a necessidade de utilização de outros relatórios
- ☐ Dispõe sobre a necessidade de revisão periódica das divulgações

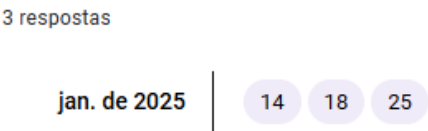
APÊNDICE B - Resultados Globais

Tabela 3 - Resultado da resposta à pergunta 1.



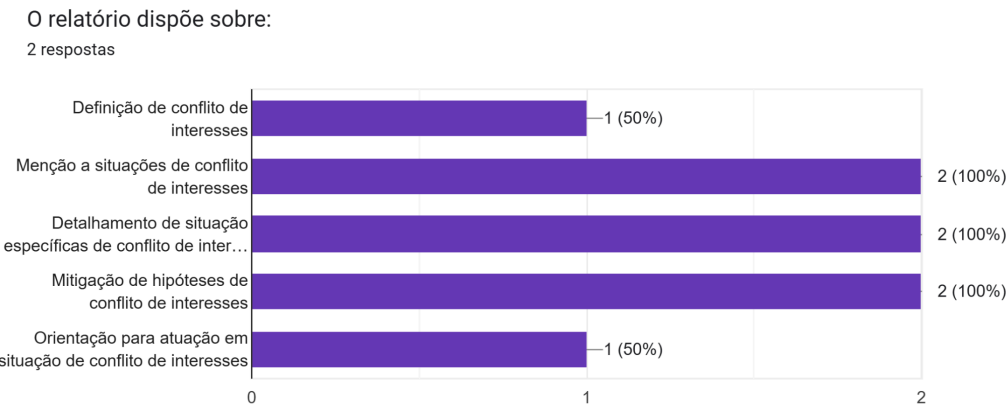
Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 4 - Resultado da resposta ao item 2: “Data de início da análise”.

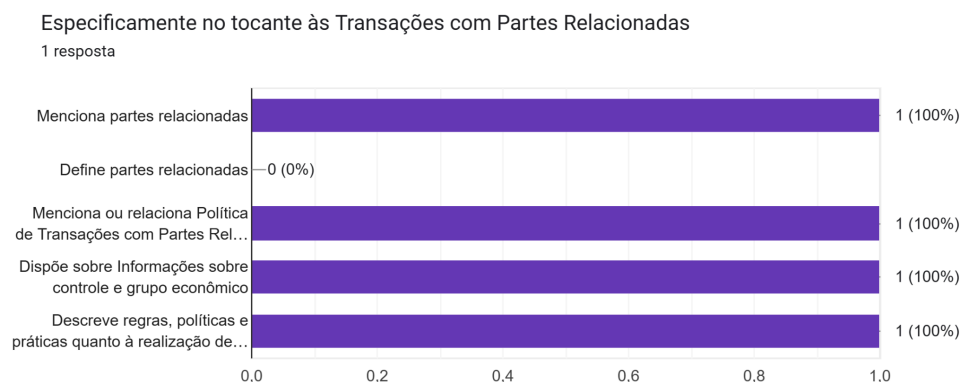


Fonte: Elaborado pela autora (2025).

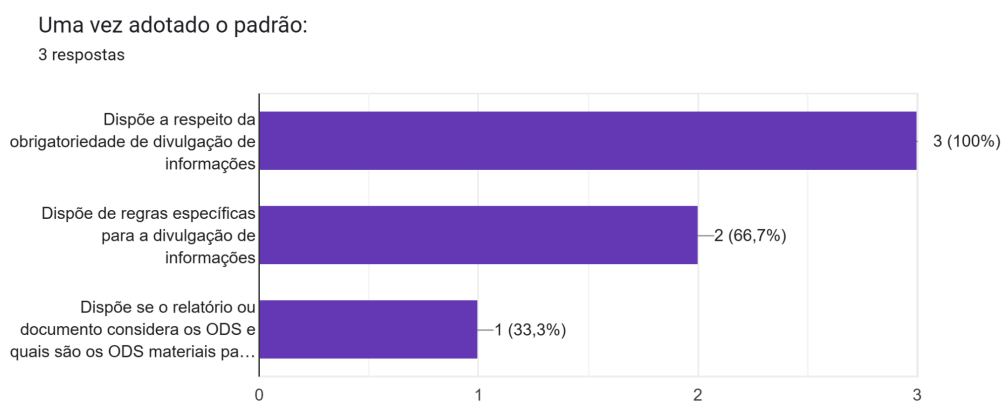
Tabela 5 - Resultado da resposta ao item 3, que inicia o Bloco 1.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 6 - Resultado das respostas ao item 4.

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

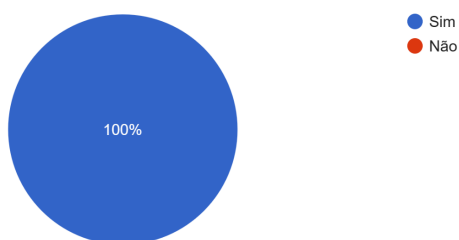
Tabela 7 - Resultado das respostas ao item 5, que inicia o Bloco 2.

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 8 - Resultado das respostas à pergunta 6.

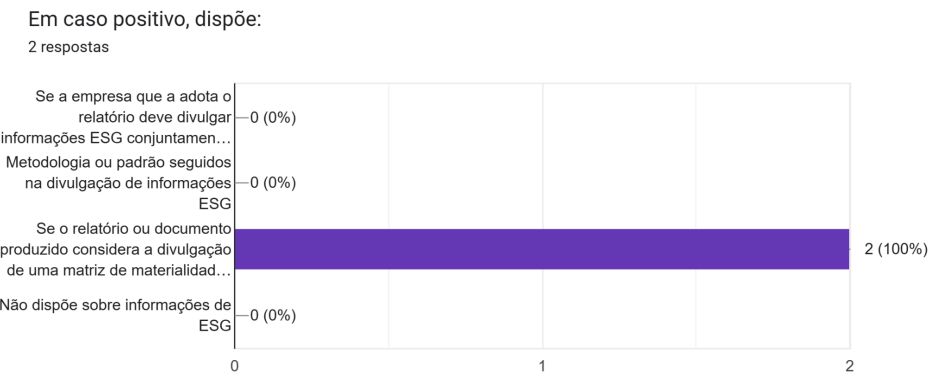
Sobre ESG: Dispõe a respeito da divulgação de informações ambientais, sociais e de governança corporativa?

3 respostas



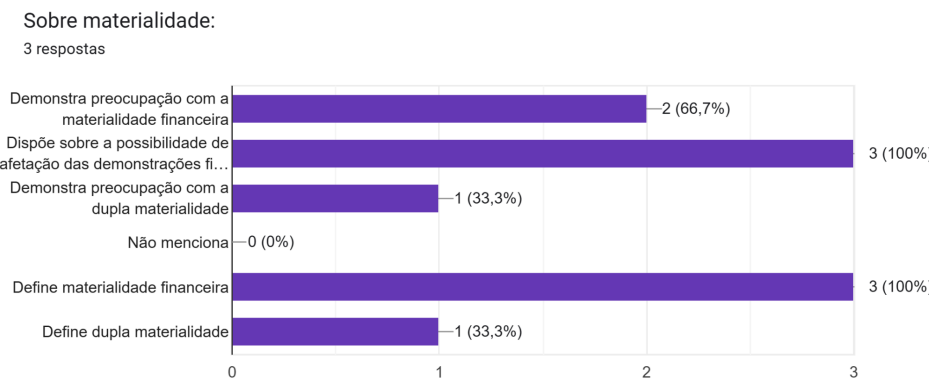
Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 9 - Resultado das respostas ao item 7.



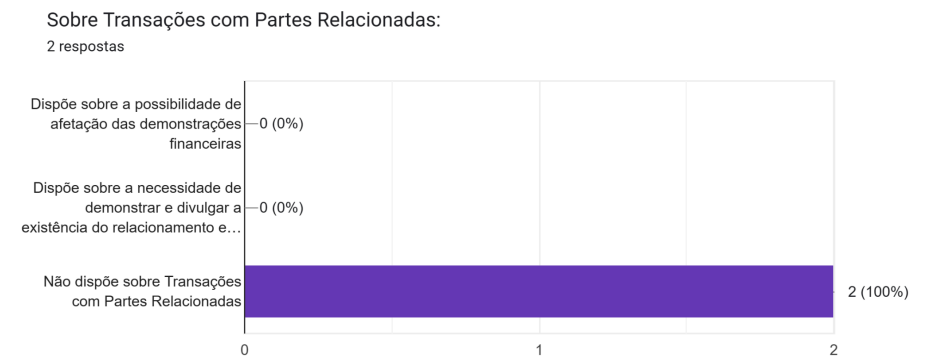
Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 10 - Resultado das respostas ao item 8.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 11 - Resultado das respostas ao item 9.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 12 - Resultado das respostas ao item 10.

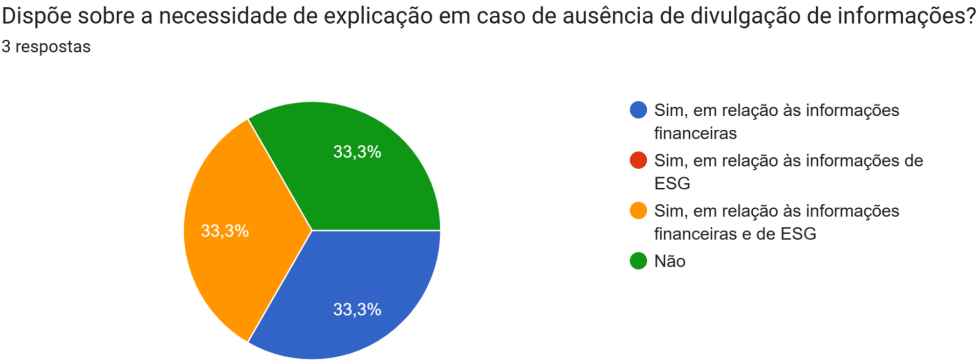
Ainda em relação às TPRs, exige divulgação do:

0 resposta

Ainda não há respostas para esta pergunta.

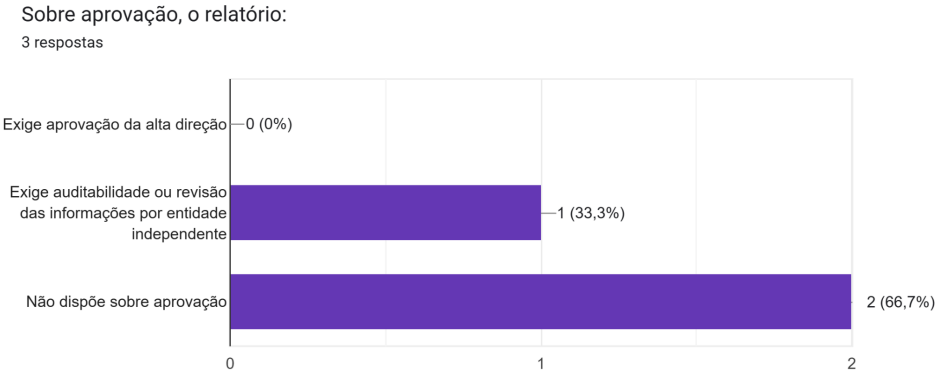
Fonte: Elaborado pela autora (2025). Verifica-se a inexistência de resposta ao item, tendo em vista que nenhum dos três relatórios apresentavam informações contidas nos subitens de análise.

Tabela 13 - Resultado das respostas à pergunta 11.



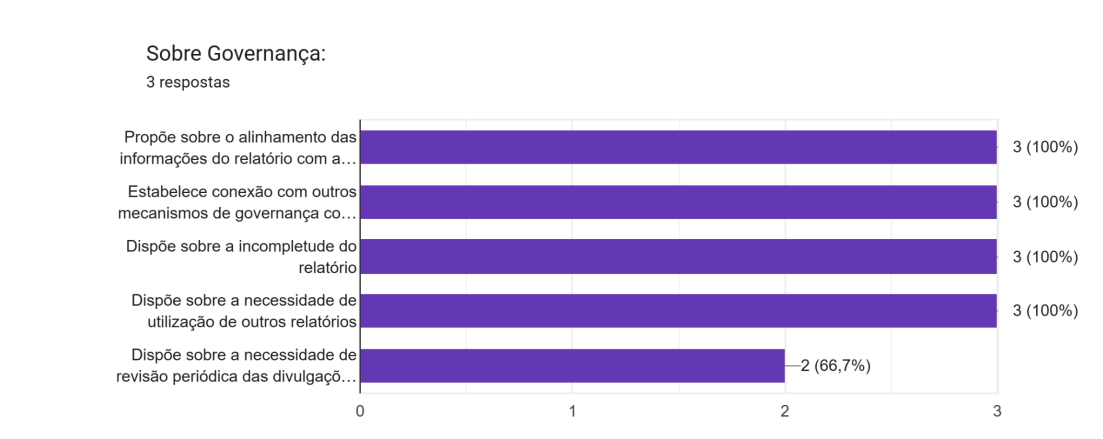
Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 14 - Resultado das respostas ao item 12, que inicia o Bloco 3.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Tabela 15 - Resultado das respostas ao item 13, que fecha o Bloco 3 e o Questionário.



Fonte: Elaborado pela autora (2025).