

INFORME DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua aplicação

Análise de Resultado Regulatório (ARR)

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

Dezembro/2024



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio ao trabalho. Manifestamos também nossa gratidão à Clínica LAMCA (Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais) do Núcleo de Prática Jurídica da FGV Direito Rio, apoiado pelo Acordo de Cooperação Técnica entre a FGV e a CVM, pelo suporte técnico prestado.

Agradecemos ainda aos relevantes comentários das seguintes entidades: ABRASCA, AMEC, ANBIMA, APIMEC, B3, BNDES, IBGC, IBRI e PREVI, que aceitaram o nosso convite para conversarmos sobre os diversos aspectos abordados no estudo.

As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são exclusivamente de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas técnicas da Autarquia.



Sumário

I – Sumário Executivo	4
II - Introdução	8
III - Regulação existente e histórico de sua evolução	11
IV – Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório	29
IV - Benchmark internacional	32
IV.1. – EUA	33
IV.2. – Reino Unido.....	38
IV.3. – Alemanha.....	44
IV.4. – Japão.....	48
IV.5. – Conclusão	51
V - Apresentação e análise de indicadores de eficácia da regulação	57
V.1 - Indicador de Eficácia 1 – Evolução do nível de compliance ao Código	57
V.2 - Indicador de Eficácia 2 – Evolução da qualidade do <i>disclosure</i>	68
V.3 - Indicador de Eficácia 3 – Evolução do acesso ao Informe de Governança	92
VI - Conclusões e propostas	97
VII - Referências Bibliográficas	106



I – Sumário Executivo

Este relatório de Análise de Resultado Regulatório (ARR) visa avaliar se foram alcançados os objetivos regulatórios pretendidos com as alterações na Instrução CVM 480, introduzidas pela Instrução CVM 586 (atual Anexo D da Resolução CVM 80), com a criação de novo documento periódico anual (Informe de Governança Corporativa) contendo informações relativas à aplicação das práticas de governança corporativa recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (“Código Brasileiro de Governança”, “CBGC” ou “Código”), editado à época.

Dessa forma, este Relatório de Avaliação de Resultado Regulatório buscará avaliar a norma em questão através de uma abordagem tripartite.

Em primeiro lugar, a regulação existente e sua evolução nos últimos sete anos será avaliada do ponto de vista de sua completude e redundância de esforços para mitigar os problemas regulatórios associados, bem como sua aderência às boas práticas internacionais.

O segundo pilar da nossa análise consiste numa avaliação de eficácia do ponto de vista do comportamento das companhias abertas. Busca-se aferir aqui, através de indicadores quantitativos, a evolução da aderência às práticas de governança estimuladas pelo CBGC.

O terceiro pilar, enfim, consiste em uma avaliação de eficácia do ponto de vista dos investidores e outros stakeholders usuários do Informe. Busca-se avaliar indicadores quantitativos e qualitativos acerca da qualidade das informações e do nível de acesso do público ao Informe.

Com respeito à qualidade das informações, sublinha-se aqui que sua análise foi realizada em colaboração com a Clínica LAMCA (Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais) do Núcleo de Prática Jurídica da FGV Direito Rio, no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica entre a FGV e a CVM.

As conclusões acerca de cada bloco de análise podem se resumidas através da seguinte tabela:



Tabela 1 – Resumo das conclusões obtidas

Bloco de Análise	Conclusões
Indicador de Eficiência 1 - Percentual de sobreposição normativo das práticas do CBGC, por capítulo	<p>A análise mostra que 77,7% das práticas do CBGC possuem atualmente algum nível de sobreposição normativa. Ou seja, o potencial do CBGC para incentivar o aprimoramento das práticas de governança corporativa foi bastante reduzido, ao longo do tempo, devido a sobreposições com práticas previstas em Leis Federais (9,3%) ou que já são estimuladas por meio de divulgações previstas no FRE (57,4%) ou da adesão segmentos de listagem (11,1%).</p>
Análise de Benchmark Internacional	<p>Num comparativo com 26 jurisdições, verificou-se que a forma mais comum de divulgação das informações acerca de governança corporativa é sua inclusão dentro dos Relatórios Anuais das companhias (14), ainda que uma parte significativa (12) opte por divulgar essas informações em formulários apartados. Nesse sentido, o Brasil não se encontra isolado no modelo atual, muito embora possa ser argumentado que a divulgação em conjunto com o Relatório Anual seja uma tradição de mercados considerados mais desenvolvidos, tais como Reino Unido, Singapura e Suíça.</p> <p>Outro fato notável na análise comparada é o de que no Brasil não está prevista uma rotina de avaliação e atualização do CBGC. A entidade responsável pela elaboração do Código brasileiro não possui agenda regular, ao passo que nas demais jurisdições analisadas com mais profundidade, as organizações responsáveis possuem atividades regulares.</p>
Indicador de Eficácia 1 – Evolução do Compliance ao Código	<p>Tendência geral de aumento nas respostas "Sim", mostrando um crescimento na adesão às boas práticas de governança ao longo dos anos. Em 2019, o percentual de compliance agregado das respostas era de 50,62%, crescendo para 65,53% em 2023, com todas as práticas e todos os capítulos registrando aumento percentual nas respostas "Sim". Deve ser ressaltado, no entanto, que a melhoria observada pode ser correlacionada ao aprimoramento de outros instrumentos de estímulo à governança corporativa, especialmente no segmento de listagem Novo Mercado, o qual ganhou peso no conjunto de companhias abertas no período.</p> <p>Como ressalvas adicionais, algumas práticas ainda enfrentam desafios persistentes, com taxas de compliance abaixo de 30% em certos casos (por exemplo, prática 2.2.1, que exige que o estatuto garanta maioria externa no conselho, com ao menos um terço de membros independentes e a divulgação anual de possíveis comprometimentos dessa independência, como vínculos com a companhia ou mandatos excessivos). Finalmente, a alta incidência de respostas "Não se Aplica" em algumas práticas específicas sugere que algumas delas podem não ser relevantes ou aplicáveis a todas as companhias, podendo ser reavaliadas. Exemplos disso incluem as práticas 1.8.1, com 94,2% de respostas "Não se Aplica", que trata da identificação do interesse público no estatuto de sociedades de economia mista, e a prática 1.8.2, com 92,3% de respostas "Não se Aplica", que exige que o conselho de administração monitore as atividades da companhia e estabeleça controles internos para apurar os custos do atendimento ao interesse público e o eventual ressarcimento à companhia ou aos acionistas pelo acionista controlador.</p>



<p>Indicador de Eficácia 2 – Evolução da Qualidade do Disclosure</p>	<p>A despeito de um posicionamento dos subindicadores em patamares mais próximos dos aceitáveis do que do oposto, o estudo revelou uma estagnação nos quesitos de clareza, concisão e satisfação gerada pelas explicações, inclusive identificando uma persistente e elevada taxa de repetições na essência. Esse cenário sugere que as companhias adotaram um modelo fixo para justificar suas práticas, mantendo a qualidade das justificativas ou a estrutura de governança sem evoluções incrementais.</p> <p>É razoável pensar que práticas de governança corporativa não sofram alterações estruturais com frequência, então esse número de repetições pode ser algo de fato esperado ao longo do tempo.</p> <p>Como alertas, vale a pena mencionar que houve práticas com notas consideradas mais próximas de patamares insatisfatórios do que satisfatórios. Por exemplo, a prática 5.2.2, que obteve a menor média de satisfação (2,30), destacou-se negativamente tanto em termos de satisfação quanto de concisão. Essa prática exige que as regras de governança da companhia sejam públicas e determinem a manifestação imediata de conflitos de interesse pelos envolvidos, com registro do afastamento temporário nas discussões. De forma semelhante, a prática 2.4.1, que também apresentou uma das piores taxas de compliance, foi classificada entre as práticas com menor satisfação. Ela exige que a companhia implemente um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho e seus conselheiros.</p>
<p>Indicador de Eficácia 3 – Evolução do acesso Informe de Governança</p>	<p>A análise do acesso do público ao Informe revelou um baixo engajamento em comparação com outros documentos estruturados, como o Formulário de Referência e as Demonstrações Financeiras Padronizadas. Mesmo ao somar os acessos de ambas as fontes (ENET + Portal de Dados Abertos), em 2023 o Informe de Governança teve 16.772 visualizações e 8.499 usuários únicos, resultando numa média de acessos por usuário único (1,97) muito menor do que os acessos aos Formulários de Referência (64,81), por exemplo.</p>

Portanto, conclui-se em linhas gerais que, muito embora as companhias estejam cada vez mais aderindo às práticas recomendadas, conforme indicado pelo aumento no percentual de compliance, a evolução qualitativa das justificativas mantém-se estagnada em níveis minimamente satisfatórios e que o engajamento do público permanece aquém do esperado. Isto é, conclui-se que a introdução do normativo possui alguma influência positiva para fins de eficácia, porém de maneira limitada.

Tendo todo esse material em vista, a ARR finaliza contendo as seguintes propostas:

1. Revisar e integrar o conteúdo do *disclosure* do Informe de Governança ao Formulário de Referência, intentando: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) reduzir custos de observância, do lado das companhias e dos



- investidores; iii) fornecer maior visibilidade ao *disclosure* temático de governança corporativa, utilizando a maior exposição relativa do Formulário de Referência; iv) maior aderência às práticas de jurisdições consideradas economicamente mais desenvolvidas e com tradição na temática de governança corporativa.
2. Revisão da estrutura de governança associada ao CBGC, buscando promover uma rotina de avaliação e atualização tempestiva do Código e do regime de *disclosure* que intente: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) tornar o conteúdo do Código sempre atualizado em relação aos desdobramentos recentes na temática de governança corporativa.
 3. Avaliar a incorporação das informações do CBGC ao regime de supervisão ordinária da CVM, tomando como base alguns dos achados desta ARR, em especial acerca de práticas de governança com menores taxas de *compliance* ou menor qualidade de *disclosure*.



II - Introdução

Este relatório de Análise de Resultado Regulatório (ARR) visa avaliar se foram alcançados os objetivos regulatórios pretendidos com as alterações na Instrução CVM 480¹, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Tais alterações foram introduzidas em junho de 2017 pela Instrução CVM 586 (atual Anexo D da Resolução CVM 80), com a criação de novo documento periódico anual (Informe de Governança Corporativa) contendo informações relativas à aplicação das práticas de governança corporativa recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (“Código Brasileiro de Governança”, “CBGC” ou “Código”), editado à época.

O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (“Código”), por sua vez, foi produzido pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e formado por onze entidades relacionadas ao mercado de capitais².

A elaboração do Código veio com a crença de que o estímulo à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias abertas consistia numa lacuna a ser aprimorada e um fator crítico para a atratividade do mercado de capitais brasileiro.

Este não foi um movimento espontâneo, mas sim uma resposta a uma tendência internacional de regulação das práticas de governança corporativa por meio da abordagem conhecida como “aplique ou explique” ou “pratique ou explique” (“*apply or explain*” e suas variantes, como “*comply or explain*”, “*if not, why not*”).

Em 2016, o GT já havia identificado 56 jurisdições que haviam adotado códigos “nacionais” de governança corporativa, e destas, ao menos 45 que indicavam seguir o modelo “aplique ou explique”, atendendo a exigências legais, regulatórias, de listagem

¹ A Instrução CVM 480 foi revogada pela Resolução CVM 80 no contexto da revisão e consolidação das normas federais determinada pelo Decreto 10.139/19.

² O GT Interagentes era composto por ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, IBRI e Instituto IBMEC. Participaram, como entidades observadoras, o BNDES e a CVM.



em bolsa de valores ou ainda outros comandos de autorregulação. Ressalta-se ainda que o Brasil, como membro do G20, participou ativamente da elaboração dos “Princípios de Governança Corporativa da OCDE/G20”, de 2016.

Acerca do Código propriamente dito, este se divide em “Princípios”, “Fundamentos” e “Práticas Recomendadas”. Os “Princípios” estabelecem condutas que traduzem a essência dos valores de governança corporativa refletidos no Código. Em seu turno, os “Fundamentos” embasam e explicam os “Princípios”. Por fim, as “Práticas Recomendadas” são as regras de conduta que derivam dos “Princípios”. O Código possui ainda cinco capítulos temáticos, a saber: 1. Acionistas; 2. Conselho de Administração; 3. Diretoria; 4. Órgãos de Fiscalização e Controle; e 5. Ética e Conflito de Interesses.

Este Relatório de Avaliação de Resultado Regulatório buscará avaliar a norma em questão através de uma abordagem tripartite. Em primeiro lugar, avaliaremos a regulação existente e sua evolução nos últimos sete anos do ponto de vista de sua completude e redundância de esforços para mitigar os problemas regulatórios associados, bem como sua aderência a boas práticas internacionais.

Vários dos pontos inovadores em 2017 hoje já fazem parte de outras normas da CVM, ou mesmo de leis federais, o que em certa medida tornaria dispensável a esses pontos a abordagem “pratique ou explique” do Informe. Além disso, outros pontos são abordados em regulamentos de listagens de mercados organizados de bolsa, consistindo até certo ponto em redundâncias regulatórias.

Por fim, ainda dentro dessa análise da regulação existente, será avaliado na Seção IV o status atual da regulação internacional. Busca-se analisar como a divulgação de informações de governança corporativa ocorre em outras jurisdições relevantes, e quais experiências poderiam contribuir para uma eventual reavaliação do quadro normativo existente no Brasil.

O segundo pilar da nossa análise consiste numa avaliação de eficácia do ponto de vista do comportamento das companhias abertas. Busca-se aferir aqui, através de indicadores quantitativos, a evolução da aderência às práticas de governança estimuladas pelo CBGC.



O terceiro pilar, enfim, consiste numa avaliação de eficácia do ponto de vista dos investidores e outros stakeholders usuários do Informe. Busca-se avaliar indicadores quantitativos e qualitativos acerca da qualidade das informações e do nível de acesso do público ao Informe.

Estes dois últimos pilares serão abordados na Seção V, em que apresentaremos e analisaremos indicadores de eficácia da regulação, buscando apresentar dados quantitativos e qualitativos que suportem tais indicadores. Enfim, na Seção VI, serão apresentadas as conclusões e propostas deste trabalho.



III - Regulação existente e histórico de sua evolução

A discussão para incorporação às normas da CVM do dever de divulgação de informações acerca de suas práticas de governança corporativa por parte das companhias abertas começou com a publicação do Edital de Audiência Pública SDM 10/16, aberto até o dia 6 de fevereiro de 2017.

Cabe lembrar que, àquela época, não havia obrigatoriedade de elaboração de Análise de Impacto Regulatório para a edição e/ou alteração das normas editadas pela Autarquia (norma anterior ao Decreto 10.411/20). Por esta razão, a discussão da norma junto ao público começou diretamente com o citado Edital de Audiência Pública.

Já uma realidade para um número significativo de países, os códigos de governança corporativa têm apresentado, de acordo com cada jurisdição, arranjos variados no que se refere à participação de entidades reguladoras, autorreguladoras e privadas no seu processo de elaboração e supervisão.

No Brasil, o Código Brasileiro de Governança Corporativa (doravante “CBGC” ou “Código”) resultou da iniciativa do Grupo de Trabalho Interagentes. Este Código possui como base o conteúdo do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC³ e o modelo “pratique ou explique” presente no então Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas. Ou seja, trata-se de um terceiro produto, elaborado com finalidade regulatória, porém construído com base em outros dois existentes à época.

O modelo “pratique ou explique” é internacionalmente reconhecido como uma abordagem apropriada em se tratando de códigos de governança. Esse tipo de abordagem reconhece que as regras de governança devem levar em consideração as características particulares de cada companhia e, por esse motivo, concede flexibilidade

³ Cabe ressaltar que para o normativo foi utilizada como base a 5ª Edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançada em 2015, pelo IBGC. O Código Brasileiro de Governança Corporativa, no entanto, foi construído para conter diretivas mais explícitas e orientações mais assertivas, distanciando-se aqui do Código de Melhores Práticas do IBGC. Dito isto, ressalta-se que o lançamento da 6ª Edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC não implica *per se* necessidade de atualizar o Código de Governança contido na norma.



para explicar os fatores que justificam suas escolhas, nas situações em que suas práticas diferirem daquelas propostas pelo Código.

Em seus 31 princípios e 54 práticas recomendadas, o “CBGC” aborda temas variados e essenciais tais como direitos dos acionistas, atribuições e funcionamento dos órgãos sociais, remuneração de administradores, gerenciamento de riscos e controles internos, identificação e administração de conflitos de interesses e código de conduta.

Após a construção de um Código nos moldes acima descritos, refletindo o consenso de diversos stakeholders sobre as melhores práticas de governança corporativa, a CVM entendeu que fosse importante garantir, com base no art. 22, §1º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o *disclosure* necessário para que os investidores e outras partes interessadas tenham acesso aos comentários das companhias emissoras, acerca de seu “pratique ou explique” em relação às práticas do “CGBC”.

A incorporação do “CBGC” nas normas da CVM foi então operacionalizada pela Instrução CVM 586, resultante das interações com a sociedade feita na Audiência Pública 10/16. Tal Instrução CVM incluiu no arcabouço regulatório o documento “Informe de Governança Corporativa”, sob a forma do Anexo D, na Instrução CVM 480 (atual Resolução CVM 80), obrigando todo o conjunto de companhias abertas registradas na Categoria A (emissoras de ações e valores mobiliários equivalentes) a preencherem e divulgarem ao público as informações ali exigidas.

Neste interim, foi possível observar uma evolução no contexto formal das práticas de governança corporativa no Brasil, seja pela preocupação das empresas com uma maior transparência de suas operações aos investidores e demais partes interessadas, seja por novas exigências legais, infralegais ou de listagem nos mercados organizados de bolsa.

Sendo assim, diante desta nova realidade, é importante avaliarmos a eventual sobreposição entre as práticas sugeridas pelo CBGC e os novos comandos do arcabouço legal, regulatório e autorregulatório. Tal sobreposição, é necessário frisar, pode ser parcial ou total.



Menciona-se então a alteração legal promovida na revisão da Lei Federal nº 6.404/76, pela Lei Federal nº 14.195/21 (“Lei do Ambiente de Negócios”). Foi alterado o artigo 138 daquela, incluídos os parágrafos 3 e 4, abaixo:

“§ 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá editar ato normativo que excepcione as companhias de menor porte previstas no art. 294-B desta Lei da vedação de que trata o § 3º deste artigo.”

Em atenção ao parágrafo 4º, acima, a CVM propôs, através da Resolução CVM 168, de 20 de setembro de 2022, a criação de exceção para as companhias com receita bruta anual consolidada inferior a R\$ 500 (quinhentos) milhões, conforme reportado nas demonstrações financeiras aprovadas pela assembleia geral.

A mesma Resolução CVM 168 ainda regulamenta a necessidade de as empresas contarem com ao menos 2 (dois) conselheiros independentes no Conselho de Administração da companhia, ou 20% (vinte por cento) do total de conselheiros, o que for maior. A Resolução entrou em vigor no dia 3 de outubro de 2022, mas as regras referentes à composição do Conselho de Administração e ao enquadramento de conselheiros independentes passaram a ser aplicadas aos mandatos iniciados a partir de janeiro de 2023

Na esfera infralegal, menciona-se que ao longo dos últimos anos algumas das práticas abarcadas pelo Informe de Governança Corporativa, este baseado na diretiva “pratique ou explique”, possuem sobreposição com divulgações que ocorrem via Formulário de Referência (doravante, “FRE”)⁴, que é mais impositivo. O Formulário de Referência, por

⁴ O Formulário De Referência (FRE) é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, previsto no artigo 22, inciso II, da Resolução CVM 80, cujo encaminhamento à CVM deve se dar por meio do Sistema Empresas.NET. Ele reúne todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas.



sua vez, passa por um processo contínuo de evolução e teve sua última reformulação e alteração em 2023, através da Resolução CVM 59 (e, posteriormente, Resolução CVM 87).

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).

Dessa maneira, a última versão do FRE já reflete essa revisão e dá mais peso a temas em ascensão como sustentabilidade, diversidade, transparência e *accountability*, ainda que os últimos não correspondam àqueles temas clássicos abordados pela governança corporativa propriamente dita⁵.

⁵ A Governança Corporativa e os critérios ESG (Ambientais, Sociais e de Governança), especialmente o “G” de governança, são conceitos interligados, porém distintos.

Segundo a OCDE (OCDE, 2016, p. 9), podemos definir a Governança Corporativa como um conjunto de regras, práticas e processos que determinam como as partes interessadas, incluindo a administração de uma companhia, seu conselho e seus acionistas, se relacionam. Além disso, estabelece a estrutura pela qual são definidos os objetivos da companhia, os meios para alcançá-los e os mecanismos de monitoramento do desempenho. Como práticas concretas, inclui aspectos como a composição e independência do conselho de administração, políticas de remuneração executiva, respeito aos direitos dos acionistas e a implementação de mecanismos para prevenir fraudes e corrupção.

Por outro lado, o termo ESG refere-se à inclusão de critérios ambientais (E), sociais (S) e de governança (G) nas decisões de investimento e nas práticas empresariais, com objetivo de promover uma abordagem corporativa socialmente responsável. Logo, a dimensão de Governança (G) no ESG, é relacionada a temas de diversidade e inclusão, assegurando que grupos minoritários sejam representados nos processos de decisão e na liderança corporativa (Liang e Renneboog, 2020, p. 2).

Dessa maneira, uma das principais diferenças entre Governança Corporativa e ESG encontra-se no seu escopo. Enquanto a Governança Corporativa se concentra principalmente na estrutura interna e nos processos de tomada de decisão da companhia, a dimensão de “Governança” do ESG possui uma visão mais abrangente e que inclui as interações da companhia com o mundo exterior, preocupando-se como as estruturas internas de governança corporativa apoiam práticas empresariais consideradas éticas, de responsabilidade ambiental e de equidade social.

Apesar do crescente foco em fatores ambientais e sociais dentro das estruturas de ESG, a dimensão de governança recebeu comparativamente menos atenção, gerando confusão acerca de seu papel e importância no contexto. No entanto, uma Governança Corporativa eficaz é fundamental para alcançar os demais objetivos ambientais e sociais almejados pelo ESG (World Economic Forum, 2022).

Acrescenta-se ainda que a confusão entre os termos é evidenciada pela falta de *disclosure* adequado sobre como as práticas de Governança Corporativa vigentes asseguram a responsabilidade do Conselho em relação aos riscos ambientais e sociais. Argumenta-se na literatura que essa desconexão entre Governança



Nesse contexto, em julho de 2023, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou o novo regulamento de emissores da B3⁶, o qual conta 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 FRE⁷.

Paralelamente à evolução do reporte das informações sobre Governança Corporativa, temos ainda as normas emitidas pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB) da IFRS Foundation, sobre o aprimoramento do reporte sobre informações financeiras relativas à sustentabilidade e temática ESG. Nota-se aqui que não se trata de discutir o conteúdo e o mérito das práticas de sustentabilidade, mas como reportá-las adequadamente aos investidores.

O ISSB já emitiu as suas duas primeiras normas: IFRS S1 e IFRS S2⁸:

- A IFRS S1 é considerada como uma estrutura conceitual e principiológica para o conjunto de normas – e estabelece que as empresas divulguem os riscos e oportunidades, ligados à sustentabilidade, de curto, médio e longo prazo que podem razoavelmente impactar o fluxo de caixa. Ela também determina requisitos para garantir a divulgação de informações relevantes e fidedignas para a tomada de decisão de concessão de recursos, considerando-se o conceito de materialidade financeira.
- A IFRS S2 trata das divulgações específicas sobre estratégia, governança, riscos e oportunidades relacionadas ao clima, além de políticas, processos,

Corporativa e os demais pilares do ESG compromete a eficácia das iniciativas de transparência (O'Hare, 2022, p. 433).

⁶ B3. Estrutura Normativa de Listagem. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/> Acesso em: 22 out. 2024.

⁷ As dispensas incluem-se no Art. 59 do Regulamento, e abarcam: i) as companhias com registro de companhia aberta na categoria B perante a CVM; ii) de menor porte, nos termos do artigo 294-B da Lei nº 6.404/76; iii) beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, nos termos da Resolução CVM 10/; iv) e emissoras de BDR (Brazilian Depositary Receipts) patrocinados. As medidas de divulgação passam a ser válidas a partir de 2025.

⁸ A letra “S” após o termo IFRS é usada para diferenciar as normas de sustentabilidade (IFRS S) das normas contábeis (somente IFRS) emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), ambas pertencentes à IFRS Foundation.



metas e métricas. Essa norma está baseada nas recomendações do *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD).

A respeito dessas, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a Resolução CVM 193, de 20 de outubro de 2023, que trata da elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão das normas emitidas pelo ISSB/IFRS. A obrigatoriedade de elaborar e divulgar o relatório de informações de sustentabilidade, de acordo com os padrões ISSB/CBPS, começa nos exercícios sociais iniciados a partir de 01/01/2026, observando-se a necessidade de publicação com, pelo menos, um ano comparativo.

Como um sumário, o quadro abaixo elenca os princípios abordados no CBGC, identificando se os mesmos, ao longo destes últimos anos, já são tratados em outros diplomas legais, ou infralegais. O princípio é descrito na coluna 2 e a possível sobreposição é apontada na coluna 3. Se houver múltiplas sobreposições (Resolução da CVM e regra de listagem, por exemplo) todas são relatadas.

Tabela 2 – Práticas do CBGC e a sobreposições com outros diplomas legais ou infralegais.

ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
Capítulo 1: Acionistas		
1.1.1	O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.	Essa é uma diretiva para empresas serem listadas no Novo Mercado da B3.
1.2.1	Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.	O item 12.3 do Formulário de Referência faz referência expressa a qualquer Acordo de Acionista vigente. Apesar de não impor limites, qualquer restrição existente estará explicitada.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
1.3.1	A diretoria deve utilizar a assembleia para comunicar a condução dos negócios da companhia, pelo que a administração deve publicar um manual visando facilitar e estimular a participação nas assembleias gerais.	O item 12.2 do Formulário de Referência impõe à companhia descrever as regras, políticas e práticas relativas às assembleias gerais, que incluem instruções para que acionista ou grupo de acionistas inclua propostas de deliberação, e sugerem a disponibilização de fóruns e páginas na rede mundial de computadores destinados a receber e compartilhar comentários dos acionistas.
1.3.2	As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.	
1.4.1	O conselho de administração deve fazer uma análise crítica das vantagens e desvantagens da medida de defesa e de suas características, e, sobretudo, dos gatilhos de acionamento e parâmetros de preço, se aplicáveis, explicando-as.	
1.4.2	Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção da medida do estatuto social, as chamadas “cláusulas pétreas”.	
1.4.3	Caso o estatuto determine a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir, de forma direta ou indireta, participação relevante no capital votante, a regra de determinação do preço da oferta não deve impor acréscimos de prêmios substancialmente acima do valor econômico ou de mercado das ações.	Obrigatório para as empresas listadas nos segmentos Novo Mercado e N1 da B3.
1.5.1	O estatuto da companhia deve estabelecer que: (i) transações em que se configure a alienação, direta ou indireta, do controle acionário devem ser acompanhadas de oferta pública de aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os acionistas, pelo mesmo preço e condições obtidos pelo acionista vendedor; (ii) os administradores devem se manifestar sobre os termos e condições de reorganizações societárias, aumentos de capital e outras transações que derem origem à mudança de controle, e consignar se elas asseguram tratamento justo e equitativo aos acionistas da companhia.	Obrigatório para as empresas listadas nos segmentos Novo Mercado e N2 da B3, para todas as ações, e 80% nos segmentos N1 e básico.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
1.6.1	O estatuto social deve prever que o conselho de administração dê seu parecer em relação a qualquer OPA tendo por objeto ações ou valores mobiliários conversíveis por permutáveis por ações de emissão da companhia, o qual deverá conter, entre outras informações relevantes, opinião da administração sobre eventual aceitação da OPA e sobre o valor econômico da companhia.	
1.7.1	A companhia deve elaborar e divulgar política de destinação de resultados definida pelo conselho de administração. Entre outros aspectos, tal política deve prever a periodicidade de pagamentos de dividendos e o parâmetro de referência a ser utilizado para a definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros).	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 3.4 do FRE.
1.8.1	O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.	LEI Nº 13.303, DE 30 de JUNHO de 2016, e DECRETO Nº 8.945, de 27 de DEZEMBRO de 2016.
1.8.2	O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e estabelecer políticas, mecanismos e controles internos para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.	LEI Nº 13.303, DE 30 de JUNHO DE 2016, e DECRETO Nº 8.945, de 27 de DEZEMBRO de 2016.
Capítulo 2: Conselho de Administração		
2.1.1	<p>O conselho de administração deve, sem prejuízo de outras atribuições legais, estatutárias e de outras práticas previstas neste Código:</p> <p>(i) definir estratégias de negócios, considerando os impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente, visando a perenidade da companhia e a criação de valor no longo prazo;</p> <p>(ii) avaliar periodicamente a exposição da companhia a riscos e a eficácia dos sistemas de gerenciamento de riscos, dos controles internos e do sistema de integridade/conformidade (compliance) e aprovar uma política de gestão de riscos compatível com as estratégias de negócios;</p> <p>(iii) definir os valores e princípios éticos da companhia e zelar pela manutenção da transparência da companhia no relacionamento com todas as partes interessadas;</p> <p>(iv) rever anualmente o sistema de governança corporativa, visando a aprimorá-lo.</p>	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 12 do FRE.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
2.2.1	<p>O estatuto social deve estabelecer que:</p> <p>(i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes;</p> <p>(ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência. São consideradas situações que podem comprometer a independência do membro do conselho de administração, sem prejuízo de outras:</p> <p>a) ter atuado como administrador ou empregado da companhia, de acionista com participação relevante ou de grupo de controle, de auditoria independente que audite ou tenha auditado a companhia, ou, ainda, de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da companhia ou de suas partes relacionadas;</p> <p>b) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da companhia;</p> <p>c) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com acionistas, conselheiros ou diretores da companhia; ou</p> <p>d) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na companhia.</p>	<p>A Resolução CVM 80, atendendo à Lei Federal 14.195/21, estabelece que no mínimo 2 conselheiros, ou 20% do conselho (o que for maior), devem ser independentes.</p>
2.2.2	<p>O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça:</p> <p>(i) o processo para a indicação dos membros do conselho de administração, incluindo a indicação da participação de outros órgãos da companhia no referido processo;</p> <p>(ii) que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero.</p>	<p>A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.3 do FRE.</p>
2.3.1	<p>O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.</p>	<p>Lei Federal 14.195/21 (“Lei do Ambiente de Negócios”), fica vedada a acumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e CEO. Prática também obrigatória nos segmentos diferenciados de governança (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Exceção dada pela Resolução CVM 80.</p>



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
2.4.1	A companhia deverá implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
2.5.1	O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.	
2.6.1	A companhia deve ter um programa de integração dos novos membros do conselho de administração, previamente estruturado, para que os referidos membros sejam apresentados às pessoas chave da companhia e às suas instalações e no qual sejam abordados temas essenciais para o entendimento do negócio da companhia.	
2.7.1	A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo. Não deve haver remuneração baseada em participação em reuniões, e a remuneração variável dos conselheiros, se houver, não deve ser atrelada a resultados de curto prazo.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 13 do FRE.
2.8.1	<p>O conselho de administração deve ter um regimento interno, que normatize suas responsabilidades, atribuições e regras de funcionamento, incluindo:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) as atribuições do presidente do conselho de administração; (ii) as regras de substituição do presidente do conselho em sua ausência ou vacância; (iii) as medidas a serem adotadas em situações de conflito de interesses; e (iv) a definição de prazo de antecedência suficiente para o recebimento dos materiais para discussão nas reuniões, com a adequada profundidade. 	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 12 do FRE.
2.9.1	O conselho de administração deve definir um calendário anual com as datas das reuniões ordinárias, que não devem ser inferiores a seis nem superiores a doze, além de convocar reuniões extraordinárias, sempre que necessário. O referido calendário deve prever uma agenda anual temática com assuntos relevantes e datas de discussão.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.3 do FRE.
2.9.2	As reuniões do conselho devem prever regularmente sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais convidados, para alinhamento dos conselheiros externos e discussão de temas que possam criar constrangimento.	



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
2.9.3	As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.3 do FRE.
Capítulo 3: Diretoria		
3.1.1	<p>A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas neste Código:</p> <p>(i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta; e</p> <p>(ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente.</p>	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
3.1.2	A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
3.2.1	Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.	
3.3.1	O diretor-presidente deve ser avaliado, anualmente, em processo formal conduzido pelo conselho de administração, com base na verificação do atingimento das metas de desempenho financeiro e não financeiro estabelecidas pelo conselho de administração para a companhia.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
3.3.2	Os resultados da avaliação dos demais diretores, incluindo as proposições do diretor-presidente quanto a metas a serem acordadas e à permanência, à promoção ou ao desligamento dos executivos nos respectivos cargos, devem ser apresentados, analisados, discutidos e aprovados em reunião do conselho de administração.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
3.4.1	A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração por meio de um procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 13 do FRE.
3.4.2	A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 13 do FRE.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
3.4.3	A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, na seção 13 do FRE.
Capítulo 4: Órgãos de Fiscalização e Controle		
4.1.1	<p>O comitê de auditoria estatutário deve:</p> <p>(i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance;</p> <p>(ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente;</p> <p>(iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária¹, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente; e</p> <p>(iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.</p>	<p>A Resolução CVM 80, em seu artigo 27 trata extensamente sobre o Comitê de Auditoria. A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.</p> <p>O Comitê é obrigatório para as empresas listadas no Novo Mercado.</p>
4.2.1	O conselho fiscal deve ter um regimento interno próprio que descreva sua estrutura, seu funcionamento, programa de trabalho, seus papéis e responsabilidades, sem criar embaraço à atuação individual de seus membros.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
4.2.2	As atas das reuniões do conselho fiscal devem observar as mesmas regras de divulgação das atas do conselho de administração.	
4.3.1	A companhia deve estabelecer uma política para contratação de serviços extra-auditoria de seus auditores independentes, aprovada pelo conselho de administração, que proíba a contratação de serviços extra-auditoria que possam comprometer a independência dos auditores. A companhia não deve contratar como auditor independente quem tenha prestado serviços de auditoria interna para a companhia há menos de três anos.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 12.1 do FRE.
4.3.2	A equipe de auditoria independente deve reportar-se ao conselho de administração, por meio do comitê de auditoria, se existente. O comitê de auditoria deverá monitorar a efetividade do trabalho dos auditores independentes, assim como sua independência. Deve, ainda, avaliar e discutir o plano anual de trabalho do auditor independente e encaminhá-lo para a apreciação do conselho de administração.	A companhia deve descrevê-lo, em detalhes, no item 5.3 do FRE.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
4.4.1	A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado
4.4.2	Em caso de terceirização dessa atividade, os serviços de auditoria interna não devem ser exercidos pela mesma empresa que presta serviços de auditoria das demonstrações financeiras. A companhia não deve contratar para auditoria interna quem tenha prestado serviços de auditoria independente para a companhia há menos de três anos.	
4.5.1	A companhia deve adotar política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho de administração, que inclua a definição dos riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para tanto, a estrutura organizacional para gerenciamento de riscos, a avaliação da adequação da estrutura operacional e de controles internos na verificação da sua efetividade, além de definir diretrizes para o estabelecimento dos limites aceitáveis para a exposição da companhia a esses riscos.	A seção 5 do Formulário de Referência é inteira dedicada à Política de Gerenciamento de Riscos e Controles Internos. Todos os riscos gerenciados estão descritos no item 4 do FRE.
4.5.2	Cabe ao conselho de administração zelar para que a diretoria possua mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos, a fim de mantê-los em níveis compatíveis com os limites fixados, incluindo programa de integridade/conformidade (compliance) visando o cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas.	Descrita na Seção 5 do FRE.
4.5.3	A diretoria deve avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia das políticas e dos sistemas de gerenciamento de riscos e de controles internos, bem como do programa de integridade/conformidade (compliance) e prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação.	Descrita na Seção 5.3 do FRE.
Capítulo 5: Ética e Conflito de Interesses		
5.1.1	A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração, encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e propositura de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.	Descrito na Seção 5.4 do FRE. Obrigatória a existência de área de <i>Compliance</i> que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado.



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
5.1.2	<p>O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve:</p> <p>(i) disciplinar as relações internas e externas da companhia, expressando o comprometimento esperado da companhia, de seus conselheiros, diretores, acionistas, colaboradores, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta;</p> <p>(ii) administrar conflitos de interesses e prever a abstenção do membro do conselho de administração, do comitê de auditoria e/ou do comitê de conduta, se houver, que, conforme o caso, estiver conflitado;</p> <p>(iii) definir, com clareza, o escopo e a abrangência das ações destinadas a apurar a ocorrência de situações compreendidas como realizadas com o uso de informação privilegiada (ex.: utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários);</p> <p>(iv) estabelecer que os princípios éticos fundamentem a negociação de contratos, acordos, propostas de alteração do estatuto social, bem como as políticas que orientam toda a companhia, e estabelecer um valor máximo dos bens ou serviços de terceiros que administradores e colaboradores possam aceitar de forma gratuita ou favorecidas.</p>	<p>Descrito na Seção 5.4 do FRE.</p> <p>Obrigatória a existência de área de <i>Compliance</i> que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado.</p>
5.1.3	<p>O canal de denúncias deve ser dotado de independência, autonomia e imparcialidade, operando diretrizes de funcionamento definidas pela diretoria e aprovadas pelo conselho de administração. Deve ser operado de forma independente e imparcial e garantir o anonimato de seus usuários, além de promover, de forma tempestiva, as apurações e providências necessárias. Este serviço pode ficar a cargo de um terceiro de reconhecida capacidade.</p>	<p>Descrito na Seção 5.4 do FRE.</p> <p>Obrigatória a existência de área de <i>Compliance</i> que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado.</p>
5.2.1	<p>As regras de governança da companhia devem zelar pela separação e definição clara de funções, papéis e responsabilidades associados aos mandatos de todos os agentes de governança. Devem ainda ser definidas as alçadas de decisão de cada instância, com o objetivo de minimizar possíveis focos de conflitos de interesses.</p>	<p>Obrigatória a existência de área de <i>Compliance</i> que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado.</p>



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
5.2.2	<p>As regras de governança da companhia devem ser tornadas públicas e determinar que a pessoa que não é independente em relação à matéria em discussão ou deliberação nos órgãos de administração ou fiscalização da companhia deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, essas regras devem prever que outra pessoa manifeste o conflito, caso dele tenha ciência, e que, tão logo identificado o conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida se afaste, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. As regras devem prever que esse afastamento temporário seja registrado em ata.</p>	<p>Obrigatória a existência de área de <i>Compliance</i> que deve atender aos requisitos indicados no regulamento do Novo Mercado.</p>
5.2.3	<p>A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.</p>	
5.3.1	<p>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.</p>	<p>A seção 16 do Formulário de Referência é inteira dedicada a transações com partes relacionadas.</p>
5.3.2	<p>O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras:</p> <ul style="list-style-type: none"> (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. 	<p>A seção 16 do Formulário de Referência é inteira dedicada a transações com partes relacionadas.</p>



ID_Item	Práticas	Já abordada em outra norma?
5.4.1	A companhia deve adotar, por deliberação do conselho de administração, uma política de negociação de valores mobiliários de sua emissão, que, sem prejuízo do atendimento às regras estabelecidas pela regulamentação da CVM, estabeleça controles que viabilizem o monitoramento das negociações realizadas, bem como a apuração e punição dos responsáveis em caso de descumprimento da política.	A seção 20 do Formulário de Referência é inteira dedicada a Política de negociação de valores mobiliários.
5.5.1	No intuito de assegurar maior transparência quanto à utilização dos recursos da companhia, deve ser elaborada política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive aquelas relacionadas às atividades políticas, a ser aprovada pelo conselho de administração e executada pela diretoria, contendo princípios e regras claros e objetivos.	
5.5.2	A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.	A Lei 13.165/15 proíbe contribuições de sociedades empresariais às atividades políticas .
5.5.3	A política sobre contribuições voluntárias das companhias controladas pelo Estado, ou que tenham relações comerciais reiteradas e relevantes com o Estado, deve vedar contribuições ou doações a partidos políticos ou pessoas a eles ligadas, ainda que permitidas por lei.	

Fonte: CBGC, elaboração própria.

Dessa maneira, pode-se resumir a informação acima na tabela a seguir, quantificando o percentual de redundância encontrado pelas práticas recomendadas pelo Código com cada uma das seguintes esferas: Leis Federais, Formulário de Referência e Regulamentos de Segmentos Especiais de Listagem.

Aqui, apenas a redundância mais severa nas esferas normativas (ou seja, com prioridade para Leis Federais e em sequência para Formulário de Referência) foi considerada para cada prática.

Podemos considerar os números obtidos como um indicador inverso de eficiência (ou seja, de **ineficiência** normativa), uma vez que um nível mais alto de sobreposição



normativa indica que há um dispêndio de recursos com algum grau de redundância para atingir os mesmos objetivos regulatórios⁹.

Tabela 3 – Indicador de Eficiência 1 - Percentual de sobreposição normativo das práticas do CBGC, por capítulo

Capítulo	Leis Federais	FRE	Segmentos de Listagem
Capítulo: Acionistas	16,6% (2)	25% (3)	25% (3)
Capítulo: Conselho de Administração	16,6% (2)	58,3% (7)	–
Capítulo: Diretoria	–	100% (8)	–
Capítulo: Órgãos de Fiscalização e Controle	–	70% (7)	10% (1)
Capítulo: Ética e Conflito de Interesses	8,3% (1)	50% (6)	16,6% (2)
Total	9,3% (5)	57,4% (31)	11,1% (6)
Total Geral	77,7% (42)		

Fonte: Elaboração própria

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 Formulário de Referência 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%).

⁹ Esta ARR consiste numa avaliação de resultados com foco na eficácia, ou seja, em verificar a obtenção dos benefícios esperados da regulação, independentemente dos recursos dispendidos. Não é o foco uma análise de eficiência, ou seja, mensurar os resultados obtidos e verificar se estes superaram os recursos dispendidos. No entanto, a análise abaixo lida com eficiência, e nesse sentido podemos mencionar os dados do Projeto Custo de Observância, que mostraram, em valores corrigidos pelo IPCA até ago/2024, que em média a atualização periódica do Informe de Governança custa R\$ 20 mil anuais para uma companhia de porte grande e R\$ 7,2 mil anuais para uma companhia de menor porte, em comparação com R\$ 2.714 mil e R\$ 770 mil anuais para o Formulário de Referência. Esse projeto não mensurou o custo inicial do Informe.



No entanto, indo além da mera sobreposição temática, acrescenta-se que as divulgações do Informe de Governança corporativa podem ir além daquelas exigidas pelo FRE, fornecendo análises resumidas acerca da informação base disponibilizada¹⁰.

Nesse sentido, há um componente de complementariedade entre as informações do FRE e as do Informe de Governança, ainda que as informações do primeiro possam ser independentemente analisadas pelas partes interessadas para chegar na segunda. Ou seja, sob esse ângulo, o Informe de Governança fornece um benefício adicional aos investidores mesmo nos casos com sobreposição com o FRE, a despeito dos custos impostos às companhias. Ou seja, a ineficiência normativa é parcialmente mitigada.

¹⁰ Por exemplo, a prática 1.1.1 dispõe que o capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias. No item 12.1 do FRE é apresentada toda a estrutura de capital da empresa de maneira detalhada, inclusive com relação às classes de ações, aos detentores, ao *free float*, ações em tesouraria. Ou seja, o item 1.1.1 do CBGC pode ser considerada um resumo das informações contidas no item 12.1 do FRE.

Em outro caso, a prática 2.2.2, em seu item “ii)”, diz que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero. Tal informação é encontrada, de forma detalhada, no item 7.3 do FRE, onde constam todas as informações sobre membros do conselho, sua experiência profissional, sua independência e, por óbvio, seu gênero. Ou seja, o item 2.2.2 do CBGC é um resumo da informação contida no item 7.3 do FRE.



IV – Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório

O CBGC foi concebido não para mitigar diretamente os problemas regulatórios originários, referentes à temática da governança corporativa propriamente dita, mas para acomodar diversas questões que podem ser relacionadas à assimetria informacional entre companhias e investidores (e diversos tipos de investidores na cadeia de controle), no que se refere a tais problemas originários.

É inegável que ao mitigar o problema da assimetria informacional, o CBGC cria, *indiretamente*, condições que favorecem a mitigação dos problemas regulatórios originários, através do aumento das condições de avaliação e fiscalização dos acionistas e demais stakeholders acerca das práticas de governança corporativa das companhias, fomentando o compliance e a aderência às boas práticas sinalizadas.

Tais problemas originários, por sua vez, podem ser associados a temas clássicos da teoria dos custos de agência¹¹ que afetam as companhias abertas, tais como problemas de agente (gestores) versus principal (acionistas) e conflitos de interesse entre as diversas partes atuantes no sistema de governança corporativa, em especial acionistas controladores (quando existentes) e acionistas minoritários.

Por exemplo, no capítulo dedicado aos “Acionistas”, as práticas fomentadas pelo Código buscam atender às necessidades tanto daquele acionista “ativista”, que intenta influenciar diretamente as decisões da empresa, quanto do acionista “investidor passivo”, que busca apenas acesso a todas as informações importantes sobre a companhia para avaliar seu impacto no preço das ações.

Nos capítulos relacionados ao “Conselho de Administração” e à “Diretoria”, há uma tentativa de endereçar conflitos de agência, englobando questões acerca da supervisão e avaliação do desempenho da alta administração, diversidade (no sentido de representatividade dos minoritários), e ainda questões referentes a captura, buscando

¹¹ JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 1976



evitar que determinados grupos se utilizem da alta administração para atender apenas aos seus interesses.

Por fim, nos capítulos relacionados aos “Órgãos de Fiscalização e Controle” e a “Ética e Conflitos de Interesse”, há um detalhamento maior de práticas que buscam mitigar o problema de conflitos de agência, através de boas práticas referentes a mecanismos de defesa, tais como auditoria interna, auditoria independente e gerenciamento de riscos.

Dessa maneira, podemos sintetizar nosso raciocínio através das duas árvores de problema correlatas a seguir, onde o CBGC, **em tese**, atua como um mitigador direto do primeiro problema regulatório (assimetria informacional) e um mitigador indireto do segundo problema regulatório, os problemas regulatórios originários (custos de agência e conflitos de interesse).

Tabela 4 – Árvore de Problema Regulatório I – Assimetria Informacional

Possíveis Consequências PR1 Nível 3	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial o mercado acionário, bem como do Produto Interno Bruto brasileiro.
	Investidores de varejo migram para ativos com menor prêmio de risco e menor volatilidade.
Possíveis Consequências PR1 Nível 2	Companhias escolhem uma composição de capital que privilegia capital de terceiros (mercado bancário) em detrimentos da emissão de ações (mercado de capitais).
	Companhias escolhem registrar-se e emitir valores mobiliários em outras jurisdições onde há menor prêmio de risco.
Possíveis Consequências PR1 Nível 1	Aumento de prêmio de risco (“equity risk premium”) exigido por um potencial acionista, ensejando aumento do custo de capital próprio.
	Aumento de volatilidade, devido a um fluxo deficiente de informações.
Problema Regulatório 1 (PR1)	Assimetria informacional entre acionistas e gestores, ou entre acionistas controladores e minoritários.
Possíveis Causas PR1 Nível 1	Possibilidade de abuso por parte de gestores ou controladores de suas posições no sistema de governança corporativa para obtenção de assimetrias informacionais.
	Ausência de documentos e mecanismos de disclosure adequados as necessidades dos acionistas, em especial minoritários.

Fonte: *Elaboração própria*



Tabela 5 – Árvore de Problema Regulatório II – Conflitos de Agência e de Interesse

Possíveis Consequências PR2 Nível 4	Limitação do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial o mercado acionário, bem como do Produto Interno Bruto brasileiro.
	Investidores de varejo migram para ativos com menor prêmio de risco e menor volatilidade.
Possíveis Consequências PR2 Nível 3	Companhias escolhem uma composição de capital que privilegia capital de terceiros (mercado bancário) em detrimento da emissão de ações (mercado de capitais).
	Companhias escolhem registrar-se e emitir valores mobiliários em outras jurisdições onde há menor prêmio de risco.
Possíveis Consequências PR2 Nível 2	Aumento de prêmio de risco (“equity risk premium”) exigido por um potencial acionista, ensejando aumento do custo de capital próprio.
Possíveis Consequências PR2 Nível 1	Aumento de risco de expropriação de valor de mercado da companhia e de acionistas minoritários, em decorrência da governança corporativa deficiente.
	Aumento do risco moral (<i>moral hazard</i>) na atuação de gestores e controladores, em decorrência da governança corporativa deficiente.
Problema Regulatório 2 (PR2)	Conflitos de agência.
	Conflitos de interesse.
Possíveis Causas PR2 Nível 1	Inerentes à separação entre propriedade e gestão corporativa e à maior complexidade operacional das companhias de capital aberto.
Potencializadores Causas PR2	Concentração do controle acionário no mercado brasileiro.

Fonte: Elaboração própria



IV - Benchmark internacional

Um debate frequente na literatura acerca de governança corporativa internacional é se as jurisdições devem adotar leis prescritivas para certas questões, tais como foi feito via *Sarbanes-Oxley Act* (2002) nos EUA, ou se os códigos de boas práticas de governança são suficientes para incentivar melhorias nas práticas existentes e lidar com questões urgentes de responsabilidades e divulgação de informações corporativas¹².

A intensificação das pesquisas sobre governança corporativa em âmbito internacional foi impulsionada no contexto dos escândalos corporativos no final do século XX e início do XXI. Tais escândalos revelaram sérias falhas nos sistemas de controles internos das companhias abertas, levando à necessidade de melhorias tanto os mecanismos internos quanto externos de governança corporativa. O resultado final culminou na formulação e implementação de novas regulamentações nos arcabouços de diversas jurisdições¹³.

Estudos como o de Buck e Shahrim (2005, p. 44), ressaltam como a cultura nacional afeta os sistemas de governança, destacando, por exemplo, diferenças entre o modelo anglo-americano e o germânico. Da mesma forma, Yoshikawa (2007, p. 11) mostrou que a adoção de práticas anglo-americanas no Japão gerou debates em níveis empresariais e institucionais, resultando em adaptações para se adequarem ao contexto japonês. Esses estudos destacam que as práticas de governança corporativa evoluem para sistemas híbridos, misturando diferentes abordagens e incorporando ideias que surgiram ao longo do tempo. Isso acontece à medida que convergem para práticas consideradas eficazes em diversos contextos, mantendo, ao mesmo tempo, as divergências e especificidades de cada lugar (Tricker, 2015, p. 147).

Neste contexto, será realizada uma análise com maior profundidade dos modelos gerais de governança corporativa e dos padrões de divulgação de informações acerca da governança em quatro jurisdições de interesse: Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão.

¹² AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A., *Codes of Good Governance*, 2009, p. 2.

¹³ OLEJKO, K., *Corporate governance w teorii i praktyce: wybrane problemy*, 2022, p.17.



IV.1. – EUA

Nos Estados Unidos, ao contrário da maioria dos mercados desenvolvidos, o modelo de divulgação de governança corporativa **não** segue um código de boas práticas no modelo "Pratique ou Explique".

Em vez disso, é adotado um sistema misto, no qual algumas regras e diretrizes de governança corporativa existentes são estabelecidas para cumprimento de algumas práticas de maneira mais direta e impositiva, e outras regras que obrigam divulgações acerca das práticas. Essas regras, por sua vez, são distribuídas entre diferentes legisladores, órgãos reguladores e entidades, e são estabelecidas por legislações federais e estaduais, regulação federal e regras privadas de listagem, formando o arcabouço jurídico da governança corporativa nos EUA¹⁴.

As legislações estaduais, como o *Delaware General Corporation Law* (DGCL), desempenham um papel significativo na governança corporativa americana, uma vez que o estado de Delaware é o local de incorporação de cerca de metade de todas as companhias de capital aberto americanas, tornando-o um benchmark na definição de alguns padrões¹⁵.

Nos EUA, as leis estaduais fixam alguns parâmetros “*default*” (padrão) de governança corporativa, dentre os quais a estrutura geral de gestão da companhia, os direitos e responsabilidades dos acionistas e diretores e os procedimentos para convocação de assembleias¹⁶. A seção 141(a) do DGCL, por exemplo, determina que o “*board of directors*” deve administrar a companhia, exceto quando disposto de outra forma no certificado de incorporação. A seção 211, em seu turno, exige uma assembleia anual de acionistas para eleição de diretores e outros assuntos. Já a seção 212 detalha os

¹⁴ OCDE, Corporate Governance Factbook, 2023.

¹⁵ RAMIREZ, S. A., The End of Corporate Governance Law: Optimizing Regulatory Structures for a Race to the Top, 2007, p. 320.

¹⁶ Para mais informações sobre a legislação geral das corporações de Delaware, consulte o site oficial do Delaware General Corporation Law. Disponível em: <<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>>



direitos de voto dos acionistas, com cada ação tendo direito a um voto, a menos que o certificado de incorporação estabeleça diferente.

Em um nível de lei federal, temos como lei o “*Securities Act*” de 1933 que busca garantir transparência nos demonstrativos financeiros e prevenir atividades fraudulentas nos mercados de valores mobiliários, exigindo que os emissores registrados forneçam informações aos investidores¹⁷.

O “*Securities Exchange Act*” de 1934, em seu turno, concedeu à SEC a autoridade para regulamentar o conjunto de divulgações das companhias abertas. A seção 13(a) permitiu à agência prescrever as 'informações e documentos' a serem arquivados, desenvolvendo um sistema de relatórios¹⁸.

Após os escândalos corporativos acima mencionados, foi promulgada a lei de Sarbanes-Oxley (SOX), cujo foco consiste na independência do auditor, responsabilidade corporativa, comitê de auditoria e controles internos e penalidades¹⁹.

Sendo dividida por títulos, o SOX possui em seu título I a criação do “*Public Company Accounting Oversight Board*” (PCAOB), responsável por supervisionar as auditorias das companhias de capital aberto, estabelecendo padrões de auditoria, inspeções regulares das firmas de auditoria e aplicando penalidades por violações das leis e das normas de contabilidade²⁰.

No título II, existe a regulação entre a relação de auditores e seus clientes, onde se destaca a seção 201, que impõe restrições aos serviços que os auditores externos podem fornecer às companhias que auditam²¹. E no título III, temos seções sobre a responsabilidade corporativa, sublinhando-se na seção 302 a necessidade dos CEOs e CFOs atestarem a precisão dos relatórios financeiros²², enquanto a seção 304 introduz

¹⁷ ALTINTAŞ, N. N., *Evolution of corporate governance in the United States of America*, 2010, p. 154.

¹⁸ BROWN Jr., J. Robert., *Corporate Governance, the Securities and Exchange Commission, and the Limits of Disclosure*, 2007, p. 49 e 50.

¹⁹ WORME, K. R. *Corporate Governance – A Comparative Analysis of the Approach to Corporate Governance Regulation and Enforcement in the UK and the US*, 2022, p.165.

²⁰ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Title I.

²¹ Ibid, §201.

²² Ibid, §302.



disposições de recuperação de bônus em caso de má conduta ou retificações financeiras por parte dos diretores executivos²³.

Além das medidas introduzidas pela Lei de Sarbanes-Oxley para fortalecer certos aspectos de controles internos e de governança corporativa, a Lei Dodd-Frank de 2010 também pode ser citada como relevante. Tal mecanismo, criado em resposta à crise financeira de 2008, aborda principalmente a regulação financeira, mas também introduz disposições que impõem novas normas de governança corporativa para todas as companhias²⁴.

Como exemplo, a seção 951 institui uma votação periódica para que os acionistas possam votar acerca da remuneração dos executivos, a chamada "Say on Pay"²⁵. A Seção 952 contém várias exigências relacionadas aos comitês de remuneração, incluindo a exigência de que a SEC adote regras proibindo as bolsas de valores de listarem quaisquer emissores que não cumpram os requisitos de independência dos membros do comitê de remuneração²⁶.

Em seu turno, a seção 971 permite que acionistas nomeiem candidatos para o conselho de administração de uma companhia através dos boletins de voto à distância ("*proxy statements*") da própria companhia. O dispositivo ainda empodera a SEC para emitir regras que exijam que as companhias incluam candidatos indicados pelos acionistas em tais boletins e estabeleçam procedimentos para tais solicitações²⁷. Por fim, conforme seção 972, a companhia precisa divulgar em suas declarações anuais os motivos da escolha de ter a mesma pessoa atuando como presidente do conselho de administração e diretor executivo (CEO) ou então ter pessoas diferentes nestes papéis²⁸.

No âmbito da regulação federal, para garantir a transparência e o cumprimento de uma série de disposições acerca de governança corporativa, a SEC exige a divulgação de

²³ Ibid, §304.

²⁴ BAINBRIDGE, S. M., The corporate governance provisions of Dodd-Frank, 2010, p. 2.

²⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951.

²⁶ Ibid, § 952.

²⁷ Ibid, § 971.

²⁸ Ibid, § 972.



informações através de formulários específicos, conforme estabelecido no Título 17 do Código de Regulamentos Federais (CFR), Subparte D - Formulários para Relatórios Anuais e Outros Relatórios de Emissores Requeridos sob as Seções 13 e 15(d) do *Securities Exchange Act* de 1934²⁹. Dentre eles, os formulários 10-K e 8-K podem ser destacados.

O Formulário 10-K, exige a divulgação de informações sobre diretores, executivos e governança corporativa. Em particular, na Parte III do Formulário 10-K, no Item 10, são requeridas informações sobre diretores, executivos e governança corporativa, e essas informações precisam estar de acordo com os itens 401, 405, 406 e 407(c)(3), (d)(4) e (d)(5), e 408(b) da Regulação S-K³⁰.

Nesse sentido, o Item 401 exige a identificação de diretores, executivos, promotores³¹ e controladores³². O Item 406 exige que a companhia divulgue se possui um código de ética.³³ O Item 407 aborda aspectos diversos da governança corporativa, incluindo a independência dos diretores, reuniões e comitês do conselho, presença na assembleia anual, comitê de indicação e comitê de auditoria. Especificamente, o Item 407(d)(4) requer a divulgação sobre a existência de um comitê de auditoria estabelecido de acordo com a lei, e o Item 407(d)(5) requer a divulgação sobre a existência ou não de um especialista financeiro no comitê de auditoria³⁴.

Por sua vez, o Formulário 8-K aborda mudanças importantes não incluídas em relatórios regulares. Na Seção 5 - Governança Corporativa e Gerenciamento, o Item 5.01 aborda sobre a divulgação de mudanças no controle da companhia, incluindo a identidade da

²⁹ 17 CFR Subpart D - Forms for Annual and Other Reports of Issuers Required Under Sections 13 and 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.

³⁰ A Regulação S-K é uma regulamentação prescrita sob o Securities Act de 1933 dos EUA que estabelece requisitos de relatório para várias apresentações à SEC usadas pelas companhias. SEC, Form-10k General Instructions, p. 15.

³¹ Promotores, segundo a definição da SEC, são aqueles que tomam a iniciativa na fundação e organização de um negócio ou empresa de um emissor, ou que recebem 10% ou mais de qualquer classe de valores mobiliários ou dos lucros da venda desses valores em troca de serviços ou propriedade. Disponível em: <<https://www.sec.gov/info/smallbus/formddefinitions>>

³² Title 17 of the Code of Federal Regulations, § 229.401.

³³ Ao adotar um código de ética, o mesmo deve garantir uma conduta honesta e ética, divulgação completa e precisa, conformidade com leis e regulamentos governamentais, relato interno de violações e responsabilização pela aderência a esse código. Ibid, § 229.406.

³⁴ Ibid, § 229.407.



pessoa que adquiriu o controle, a data e descrição da transação, a quantidade e fonte de fundos usados, arranjos entre os grupos de controle antigo e novo.³⁵

As leis federais, estaduais e as regulações federais são complementadas pelas regras de listagem das bolsas de valores, sendo as mais proeminentes as da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e da NASDAQ. As regras de listagem, em parte, também prescrevem alguns elementos de governança corporativa que as companhias devem apresentar se desejarem listar suas ações nos respectivos ambientes de negociação³⁶.

Para a NYSE, as companhias ali listadas devem **cumprir** os requisitos de governança corporativa estabelecidos na Seção 303A do Manual de companhias listadas na NYSE e preencher o Formulário *NYSE Annual Domestic Company Corporate Governance Affirmation*.³⁷ Esses requisitos envolvem a Independência do Diretor³⁸, Comitê de Nomeação/Governança Corporativa³⁹, Comitê de Remuneração⁴⁰, Comitê de Auditoria⁴¹, Função de Auditoria Interna⁴², Diretrizes de Governança Corporativa⁴³, Código de Conduta e Ética nos Negócios⁴⁴.

Finalmente, na NASDAQ, as companhias devem não apenas atender aos requisitos quantitativos das regras 5200, 5300, 5400 e 5500, mas também **cumprir** os critérios qualitativos descritos na série de regras 5600⁴⁵. Para isso, elas precisam enviar o “*Corporate Governance Certification Form*”, que atesta a conformidade com as regras de governança corporativa, incluindo práticas relacionadas aos comitês de auditoria, indicação de diretores, remuneração de executivos e composição do conselho. O formulário deve indicar se a companhia está em conformidade ou isenta em relação a

³⁵ SEC, Form-8k General Instructions.

³⁶ Bachmann, G., Why Is There No U.S. Code of Corporate Governance? – Some comparative observations on corporate governance regulation, 2020, p. 503.

³⁷ NYSE, Initial/Annual Domestic Company Corporate Governance Affirmation.

³⁸ NYSE Listed Company Manual, §303A.01.

³⁹ *ibid*, §303A.04.

⁴⁰ *ibid*, §303A.05.

⁴¹ *ibid*, §303A.07.

⁴² *ibid*, §303A.07(c).

⁴³ *ibid*, §303A.09.

⁴⁴ *ibid*, §303A.10.

⁴⁵ NASDAQ, Rulebook - The Nasdaq Stock Market.



esses requisitos, sem a possibilidade de apresentar justificativas em caso de descumprimento⁴⁶.

IV.2. – Reino Unido

O Reino Unido consiste no país de referência mundial para o modelo de governança corporativa nos moldes de um código estilo do "Pratique ou Explique". Esse modelo teve origem no Código de Cadbury, de 1992, que estabeleceu padrões e recomendações para a governança corporativa no país⁴⁷.

O Código de Cadbury sugeria a inclusão de membros independentes no Conselho de Administração, a separação dos papéis de presidente do conselho do diretor executivo, a formação de um comitê de auditoria e de remuneração dentro do Conselho, composto por diretores não executivos, e a formação de um comitê de nomeação também com diretores não executivos.

Embora o cumprimento do código fosse voluntário, as companhias abertas eram obrigadas a relatar sua conformidade e justificar qualquer desvio das práticas nele estabelecidas. O código foi então incorporado às regras de listagem da Bolsa de Valores de Londres, e a sanção máxima por não cumprir seus requisitos de divulgação poderiam resultar na exclusão da companhia da listagem⁴⁸.

Ao longo do tempo, o sistema britânico de governança corporativa evoluiu, e atualmente o *UK Corporate Governance Code* é a versão mais recente de código⁴⁹ contendo padrões de boas práticas para companhias abertas em aspectos de composição e

⁴⁶ NASDAQ, Corporate Governance Certification Form.

⁴⁷ CADBURY COMMITTEE, The Financial Aspects of Corporate Governance, 1992.

⁴⁸ Tricker, B., The evolution of corporate governance, 2020, p. 14 e 15.

⁴⁹ Após o Cadbury Report, diversos outros relatórios e códigos regulatórios foram desenvolvidos para orientar a governança corporativa, incluindo o Greenbury Report (1995), Hampel Report (1998), Original Combined Code (uma compilação dos códigos anteriores após consulta pública - 1998), Turnbull Report (1999), Higgs-Smith-Tyson Report (2003) e o New Combined Code (2003 – 2008), que se tornou o UK Corporate Governance Code em 2010 (atualizado em 2024). SILVEIRA, A. D. M., Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. 2010, p. 148 - 149.



desenvolvimento do Conselho de Administração, remuneração, relações com acionistas, divisão de responsabilidades e auditoria⁵⁰.

No Reino Unido, o *Financial Reporting Council* (FRC) é responsável pela regulamentação da contabilidade, auditoria e governança corporativa das companhias abertas no Reino Unido. Também é a entidade responsável pela publicação e atualização e monitoramento do *UK Corporate Governance Code*, estabelecendo padrões da governança corporativa, relatórios e auditorias⁵¹.

A *Financial Conduct Authority* (FCA), por sua vez, é uma autoridade reguladora independente do Reino Unido, responsável por regular os serviços financeiros e os mercados financeiros em termos de conduta. Suas principais regras relacionadas à divulgação de governança corporativa estão estabelecidas dentro do *Disclosure Guidance and Transparency Rules* (DTR) 7.2 e do *UK Listing Rules* (UKLR) 6.6.6R⁵².

Conforme o item UKLR 6.6.6R (6), as companhias são obrigadas a declarar em seu relatório anual se cumpriram ou não as disposições relevantes do código ou explicar por que não o fizeram⁵³. Além disso, conforme o UKLR 6.6.6R (5), elas também devem declarar como aplicaram os Princípios estabelecidos no Código de forma a permitir aos acionistas avaliarem tal aplicação. As companhias também são obrigadas a fazer declarações que refletem certas disposições do código. Por exemplo, conforme exigido pelo UKLR 6.6.6R (3), elas devem divulgar em seu relatório anual as ações e decisões tomadas em relação a questões específicas, como a nomeação e reeleição de diretores, a revisão da eficácia do Conselho, e a política de remuneração dos diretores.

Na prática vigente, o código britânico é aplicável a companhias listadas no segmento de “*Equity Shares (commercial companies)*” (ESCC) na Bolsa de Valores de Londres, que

⁵⁰ DAS, P., *Were the UK Corporate Governance Committees a Success*, 2019.

⁵¹ Para mais informações sobre o propósito e objetivos do Financial Reporting Council (FRC), consulte o site oficial: <<https://www.frc.org.uk/about-us/our-purpose/>>

⁵² O UKLR 6.6.6R contém requisitos de relatórios relacionados ao Código e se aplica a companhias listadas e incorporadas no Reino Unido. A seção DTR 7.2. se aplica aos emissores cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em um mercado regulamentado (isso inclui emissores com listagem Premium ou Standard).

⁵³ FCA. UKLR 6.6.6R. Disponível em:

<<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR/6/6.html>>



unificou os antigos segmentos “*Premium*” e “*Standard*”. Esse código segue o modelo “Pratique ou Explique”, em que as companhias devem justificar qualquer não conformidade com as boas práticas, explicando o contexto, apresentando uma justificativa clara para a ação tomada e explicando o impacto dessa ação.

Se a não conformidade for temporária, a explicação deve indicar quando a companhia espera se adequar à provisão do Código, sendo esse prazo flexível, para permitir que as companhias adaptem suas práticas de governança de acordo com as circunstâncias⁵⁴.

Em comparação com as companhias listadas no segmento “ESCC”, as companhias estrangeiras que integram o *International Secondary Listings (Equity Shares)* têm a opção de seguir o código de governança de sua jurisdição de origem, em vez de serem obrigadas a adotar o código britânico. Essa abordagem permite que as companhias com listagem primária em mercados internacionais alinhem suas práticas de governança ao seu contexto local, enquanto garantem a conformidade com as regras de transparência e divulgação exigidas pela FCA, promovendo a confiança dos investidores sem comprometer suas normas internas⁵⁵.

Além disso, de acordo com o item DTR 7.2.8B, as pequenas e médias companhias⁵⁶ estão isentas de divulgar certas práticas de governança, como a descrição a política de diversidade aplicada, incluindo objetivos, a forma de implementação e resultados, conforme especificado pelo item DTR 7.2.8A⁵⁷.

No que se refere ao código propriamente dito, a versão de 2024 do *UK Corporate Governance Code* está estruturada em cinco seções distintas, cada uma abordando aspectos específicos da governança corporativa. No total, o Código é composto por 18 princípios e 41 disposições, detalhando as melhores práticas e os padrões esperados

⁵⁴ REINO UNIDO, UK Corporate Governance Code, 2024, p.2.

⁵⁵FCA. UKLR 14.2.5. Disponível em:

<<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR/14/?view=chapter>>

⁵⁶ O critério para se enquadrar como uma companhia pequena está nas seções 382 a 383, e como uma companhia média, nas seções 465 a 466 do Companies Act 2006.

⁵⁷ FCA, DTR 7.2.8 Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/7/2.html>>



para companhias listadas no mercado de ações do Reino Unido⁵⁸. Além disso, este código é explícito ao incentivar indicações e remissões para partes relevantes do Relatório Anual da companhia⁵⁹.

A revisão feita em 2024 do Código abordará especificamente a questão dos controles internos, buscando colaborar para que as companhias comprovem a sua eficácia⁶⁰. Essa revisão entrará em vigor a partir de 1º de janeiro de 2025, com exceção da provisão 29, que será aplicável apenas a partir de 2026⁶¹. Essa nova provisão que exige que o Conselho possua ferramentas para monitorar e revisar anualmente a eficácia da estrutura que engloba todos os controles internos mais relevantes, sejam eles financeiros, operacionais, de relatórios e de compliance.

Além disso, o Relatório Anual da companhia deverá incluir uma descrição do processo de monitoramento e revisão dos controles, uma declaração de eficácia dos controles mais importantes e a descrição das ações de melhoria.⁶²

Segundo a KPMG⁶³, algumas revisões previamente indicadas para o Código de Governança Corporativa britânico, referentes ao papel dos Comitês de Auditoria em questões Ambientais, Sociais e de Governança (ESG), expansão de questões sobre diversidade e inclusão e expectativas sobre o envolvimento dos presidentes dos comitês com os acionistas, **não** foram implementadas.

Além do código, o FRC disponibiliza orientações, chamadas de "*Guidance*", para auxiliar os Conselhos de Administração e seus comitês na aplicação do código.

Anteriormente, o FRC disponibilizava três orientações separadas: "*Guidance on Board Effectiveness*", "*Guidance on Audit Committees*" e "*Guidance on Risk Management*",

⁵⁸ Reino Unido, UK Corporate Governance Code, 2024.

⁵⁹ Ibid, p. 4.

⁶⁰ Ibid, p. 3.

⁶¹ Ibid, provisão 29, p. 13.

⁶² FRC, UK Corporate Governance Code 2024 Key Changes, p. 2.

⁶³ KPMG, Revised UK Corporate Governance Code. Disponível em: <https://kpmg.com/ie/en/home/insights/2024/04/revised-uk-corporate-governance-code-consulting.html>



Internal Controls and Related Financial Business"⁶⁴. No entanto, a partir de 2024, essas orientações foram combinadas em um único documento, o "*2024 Code Guidance*". É importante ressaltar que essas orientações não são obrigatórias ou prescritivas e nem fazem parte do Código, consistindo apenas em sugestões de procedimentos para aplicação de boas práticas⁶⁵.

Ademais, o apêndice do *Guidance* de 2024 apresenta uma análise da sobreposição entre as disposições de governança corporativa do Código e as regras da FCA. Foram identificadas 11 provisões que, em diferentes níveis, tangenciam parcial ou totalmente as regras do "*Disclosure Guidance and Transparency Rules*" (DTR) ou do "*Listing Rules*" (LR). A seção com maior número de sobreposições foi a seção 4, de Auditoria, Risco e Controle Interno, que apresentou 7 disposições sobrepostas⁶⁶.

Ainda nessa seara de evolução da eficácia, vale a pena mencionar que em 2021 o FRC publicou o documento "*Improving the quality of 'comply or explain' reporting*", com o objetivo de aprimorar a qualidade dos relatórios de governança corporativa⁶⁷. O documento aborda estratégias e diretrizes para melhorar a transparência e a qualidade das informações fornecidas pelas companhias ao justificarem suas práticas de governança que se desviam dos padrões estabelecidos, incluindo exemplos práticos do que deve ser incluído em uma resposta adequada.

A revisão realizada pelo FRC constatou que muitas companhias demonstram hesitação em divulgar suas divergências das provisões do código, com alguns Relatórios Anuais carecendo de clareza ou transparência a esse respeito⁶⁸. O FRC incentiva as companhias a abraçarem a flexibilidade oferecida pelo código, considerando suas circunstâncias específicas, ao mesmo tempo em que expliquem claramente qualquer

⁶⁴ REINO UNIDO, UK Corporate Governance Code 2018, p.3.

⁶⁵FRC, Code Guidance, 2024. Disponível em: <<https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/corporate-governance-code-guidance/>>

⁶⁶ Para mais informações sobre a sobreposição de normas, consulte: <<https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/corporate-governance-code-guidance/#section.6688abfb>>

⁶⁷ FRC, 2021, *Improving the quality of 'comply or explain' reporting* p. 2.

⁶⁸ Na amostra do estudo do FRC, foram identificados 74 casos de não cumprimento do código, e encontraram somente 4 explicações que foram consideradas de alta qualidade e a maioria das explicações foi inadequada e, em um caso, não foi dada explicação alguma. Ibid, p. 6.



divergência, não devendo favorecer a conformidade estrita em detrimento da governança eficaz e da transparência⁶⁹.

Assim sendo, para o FRC, uma boa explicação deve abordar cinco pontos: i) estabelecer o contexto e os antecedentes; ii) apresentar uma justificativa convincente para a abordagem adotada; iii) considerar quaisquer riscos e descrever ações mitigadoras; iv) definir os prazos nos quais a companhia pretende cumprir; e finalmente, v) fornecer explicações claras e persuasivas⁷⁰.

O monitoramento da aplicação do Código de Governança Corporativa do Reino Unido também é realizado pelo FRC, selecionando anualmente uma amostra aleatória de 100 companhias listadas no antigo “*Premium Main Market*” e companhias *small cap*, publicando anualmente como resultado do processo o documento “*Review of Corporate Governance Reporting*”⁷¹.

Na publicação de 2023, no que diz respeito à conformidade com as disposições do código, foi observado que algumas declarações podem ter um sentido ambíguo, deixando o leitor em dúvida quanto à conformidade total da companhia ou quais disposições não foram cumpridas. Embora a maioria das companhias tenha declarado claramente a conformidade total ou indicado quais disposições não cumpriram, algumas ainda não oferecem relatórios claros sobre conformidade, usando declarações vagas.

Na visão do FRC, as publicações anteriores, tanto em 2021⁷² quanto em 2022⁷³, refletem a persistência de problemas. Muitas companhias ainda não oferecem uma explicação adequada, recorrendo a respostas padronizadas e repetitivas (“*boilerplate*”) ou vagas, não oferecendo insights úteis sobre a governança delas.

Isso é particularmente evidente na divulgação de não conformidades com as Provisões 9 e 19. A Provisão 9 estipula que os papéis de presidente do Conselho e diretor executivo devem ser desempenhados por pessoas diferentes, garantindo uma clara

⁶⁹ Ibid, p. 2.

⁷⁰ Ibid, p. 7, 8.

⁷¹ FRC, 2023, Review of Corporate Governance Reporting p. 5.

⁷² FRC, 2021, Review of Corporate Governance Reporting p.4.

⁷³ FRC, 2022, Review of Corporate Governance Reporting p.4 e 5.



separação de responsabilidades. No entanto, muitas companhias que não seguem essa recomendação afirmam que implementaram controles internos suficientes para assegurar o equilíbrio de poder, mas raramente detalham esses controles de maneira satisfatória.

Em seu turno, a Provisão 19 recomenda que o presidente do Conselho não permaneça no cargo por mais de nove anos desde sua nomeação inicial. No entanto, algumas empresas que optam por prorrogar esse período justificam a extensão com base em circunstâncias específicas, como continuidade de liderança ou transições estratégicas. Apesar disso, em muitos casos, essas justificativas carecem de clareza e detalhes suficientes, o que pode prejudicar a transparência.

Apesar dessas lacunas, houve uma melhoria geral na qualidade das explicações sobre as não conformidades com o código, tornando-as mais claras e persuasivas. No entanto, ainda há espaço para melhorias por parte das companhias, especialmente ao reconhecer explicitamente os riscos decorrentes da não conformidade e descrever as ações tomadas para mitigá-los⁷⁴.

IV.3. – Alemanha

A Alemanha também segue o modelo de governança corporativa amparado num Código 'Pratique ou Explique'. No entanto, existem ali diferenças estruturais em relação ao modelo corporativo Anglo-Saxão, predominantemente adotado nos EUA e no Reino Unido. No modelo Anglo-Saxão, há uma estrutura monista ("*one-tier system*"), onde tanto as responsabilidades gerenciais quanto as de supervisão são atribuídas a um único Conselho unificado de diretores executivos e não-executivos⁷⁵. Já na Alemanha, é majoritariamente adotada uma estrutura dualista ("*two-tier-system*") que separa essas

⁷⁴ Ibid, p.7.

⁷⁵ BLOCK, D.; GERSTNER, A.M., One-tier vs. two-tier board structure: a comparison between the United States and Germany, 2016. p.7.



responsabilidades, tornando necessário lidar com o papel, funções e as relações entre o Conselho Gestor (*Vorstand*) e o Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*)⁷⁶.

O Conselho Gestor é formado por membros executivos e é responsável pela gestão diária da companhia, assim como pelo cumprimento de seu objeto social. Suas decisões são tomadas de forma coletiva e por consenso entre seus membros, que são eleitos pelo Conselho de Supervisão.⁷⁷

Por sua vez, o Conselho Supervisor é formado pelo voto dos acionistas na reunião anual, e caso as leis de codeterminação⁷⁸ se apliquem, um terço ou metade dos membros do conselho são eleitos pelos funcionários. O conselho supervisor desempenha o papel de monitorar a alta gestão e se envolver apenas em decisões estratégicas da companhia. Suas atribuições incluem a nomeação, supervisão, remuneração, aconselhamento e, se necessário, demissão dos membros do Conselho de Gestão, além de assegurar a integridade e precisão das demonstrações financeiras da companhia⁷⁹.

Vendo essa diversidade de estruturas monistas e dualistas, a União Europeia ainda adotou uma abordagem de criar um sistema misto ao legislar a possibilidade de uma “companhia europeia”, a *Societas Europaea* (SE). De acordo com o Artigo 38 do Regulamento do Conselho (CE) N. 2157/2001 de 8 de outubro de 2001 sobre o Estatuto da Sociedade Europeia (SE), uma SE pode ser composta por “um órgão de supervisão e um órgão de gestão (*two-tier-system*) ou um órgão de administração (*one-tier-system*)⁸⁰. No entanto, na Alemanha, para que uma companhia seja listada, é

⁷⁶ DU PLESSIS, J. The German Two-Tier Board and the German Corporate- Governance Code. 2004.

⁷⁷ SILVEIRA, A. D. M., Op. Cit., p. 152.

⁷⁸ A codeterminação é um sistema em que a influência dos acionistas em uma companhia é diluída, com representantes dos trabalhadores ou sindicatos sendo eleitos para o conselho de supervisão da companhia. Isso visa promover a objetivos políticos naquele contexto social. Apesar disso, os acionistas mantêm o voto decisivo e as decisões fundamentais ainda são tomadas apenas pela assembleia geral. BLOCK; GERSTNER, Op. Cit., p. 34.

⁷⁹ SILVEIRA, A. D. M., Op. Cit., p. 152.

⁸⁰ JUNGSMANN, C., The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany, 2006 p. 1.



necessário, de acordo com a lei corporativa local (*Aktiengesetz*), que as companhias adotem essa estrutura dualista⁸¹.

Em seu turno, o Código Alemão de Governança Corporativa (*Deutscher Corporate Governance Kodex* - “DCGK”) foi adotado pela primeira vez em fevereiro de 2002 e foi feito por uma comissão de governança corporativa nomeada pelo Ministério da Justiça da Alemanha, a qual era composta por pessoas dos setores empresarial, acadêmico e público⁸².

O objetivo geral do código é promover a confiança de investidores e do público em geral na governança corporativa alemã, buscando melhorar a posição da Alemanha como destino para investidores internacionais e nacionais. Além disso, o código busca apresentar regulamentações presentes no *Stock Corporation Act* alemão, incorporando questões legais relevantes e formulando padrões para uma boa governança corporativa, visando tornar o sistema de governança corporativa alemão transparente e compreensível, melhorando a confiança na gestão e supervisão das companhias alemãs listadas⁸³.

As seções do código se concentram nos Conselhos de supervisão e de gestão, descrevendo suas funções e tarefas específicas, além de abordar temas como composição dos conselhos, procedimentos, conflitos de interesse, transparência e remuneração⁸⁴. O código consiste em 26 princípios e 62 recomendações, delineando as melhores práticas e os padrões esperados para companhias abertas na Alemanha.

O código é destinado a companhias listadas e companhias com acesso aos mercados de capitais, conforme estabelecido no parágrafo 161 (1) do *Stock Corporation Act* alemão⁸⁵. As informações de governança corporativa são disponibilizadas no

⁸¹ BLOCK; GERSTNER, Op. Cit., p.22.

⁸² RÜHMKORF, A.; SPINDLER, F.; SAMANTA, N., Evolution of German corporate governance (1995-2014): an empirical analysis, 2019, p.11.

⁸³ Ibid, p. 12.

⁸⁴ ALEMANHA, Deutscher Corporate Governance Kodex, p.1.

⁸⁵ ALEMANHA, Aktiengesetz § 161.



“*Corporate Governance Statement*”, um documento separado do relatório anual⁸⁶, que precisa estar disponível no site da companhia⁸⁷ e permite a remissão às informações disponíveis em outros lugares.

Essa declaração deve afirmar se a companhia cumpriu as recomendações do código e fornecer uma explicação caso não as tenha cumprido (seguindo o princípio de "Pratique ou explique"). Embora essa lei não imponha às companhias a obrigação de seguir as recomendações do Código, o conselho gestor e o conselho supervisor podem ser responsabilizados se a companhia não cumprir adequadamente seu dever de declaração e da veracidade das informações contidas⁸⁸.

Atualmente, a comissão de governança corporativa formula recomendações e sugestões, revisando o código anualmente para determinar se ainda representa a melhor prática de governança corporativa ou se requer adaptações. Além disso, promove o debate por meio de consulta pública, conferências anuais e outras formas de interação, garantindo a contribuição dos stakeholders no código⁸⁹.

Em sua última atualização, feita em 2022, foram abordados diversos tópicos importantes.⁹⁰ Foram incluídas questões relacionadas a ESG (Recomendações A.1, C.1 e alteração no Princípio 6), Controles Internos (Recomendações A.3, A.5, D.10 e alterações nos Princípios 4 e 5, e a inclusão do Princípio 15), e a participação de gênero no conselho de gestão (Alteração no princípio 9)⁹¹.

⁸⁶ No site <<https://www.dcgk.de/en/declarations-of-compliance.html>>, é disponibilizado as declarações de compliance acerca da governança corporativa, para as companhias do DAX e MDAX.

⁸⁷ ALEMANHA, Aktiengesetz § 161 (2).

⁸⁸ RÜHMKORF, A.; SPINDLER, F.; SAMANTA, N., Op. Cit., p.12 e 13.

⁸⁹ Para mais informações sobre a Comissão de Governança Corporativa Alemã, disponível em: <<https://www.dcgk.de/en/home.html>>

⁹⁰ A maioria desses temas foi abordada na consulta pública realizada pela comissão e pode ser acessada em: <<https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/pressrelease/220517%20Press%20Release%20Code%202022.pdf>>

⁹¹ ALEMANHA, Deutscher Corporate Governance Kodex.



A efetividade desse código é destacada em estudos recentes. Nos estudos de Sterling e Rapp (2020)⁹² e no de Beyenbach, Rapp, Strenger e Wolff (2019)⁹³, é evidenciada a adesão das companhias com o código de governança corporativa alemão. Ao analisar companhias listadas no DAX e MDAX na Alemanha, em média, 96% delas seguem as recomendações do código. No entanto, há áreas onde a conformidade é mais baixa, como nas regras sobre as remunerações dos executivos e na composição do Conselho Gestor.

IV.4. – Japão

No Japão, de maneira resumida, as companhias podem escolher uma das três formas majoritárias de estrutura organizacional conforme a Lei das Sociedades Comerciais: companhia com conselho de *Kansayaku*⁹⁴, companhia com três comitês (Nomeação, Auditoria e Remuneração) ou companhia com comitê de supervisão⁹⁵.

Por sua vez, o código de governança corporativa japonês surgiu em 2015, no contexto de uma série de mudanças estruturais. Seu escopo consistia nas companhias abertas listadas e foi desenvolvido em conjunto pela Bolsa de Valores de Tóquio e a Agência de Serviços Financeiros do Japão (FSA), a reguladora do mercado de capitais. O código possui como objetivo principal estimular o empreendedorismo saudável, apoiar o crescimento sustentável das companhias e aumentar o valor corporativo a médio e longo prazo, operando com base no princípio “Pratique ou Explique”⁹⁶.

⁹² RAPP, M. S.; SPERLING, M. O., Corporate governance codes as a mean of ensuring standardized corporate governance reporting: the example of the German Corporate Governance Code, 2020, p.13 e 14.

⁹³ BEYENBACH, J. et al, Code Compliance 2019: Analysis of the Declarations of Conformity with the German Corporate Governance Code, 2019, p. 4.

⁹⁴ Kansayaku é um acionista externo que monitora a atividade do conselho de administração, mas não faz parte do conselho executivo. KOSTIANTYN, O. Japan’s Corporate Governance Reforms: Effects on Corporate Dynamics and Labor-Related Repercussions, 2018, p. 66.

⁹⁵ JERZEMOWSKA, M.; KOYAMA, Y. The board as an example of Japanese corporate governance system hybridization: An outline of the problem. 2020.

⁹⁶ MILHAUPT, C. Evaluating Abe’s Third Arrow: How Significant are Japan’s Recent Corporate Governance Reforms?, 2017, p. 5.



Na sua última atualização do código, em 2021, o Japão abordou questões como sustentabilidade, proteção dos acionistas minoritários e a garantia da confiança das auditorias⁹⁷. Dessa forma, o código japonês abrange ao total 83 itens e está organizada em três subdivisões: 5 Princípios Gerais, 31 Princípios e 47 Princípios suplementares⁹⁸.

O código se aplica a todas as companhias abertas com ações listadas no mercado japonês. Uma companhia listada no “*Prime*” ou “*Standard Market*” é obrigada a fornecer uma explicação para o não cumprimento de qualquer princípio do código, enquanto uma companhia listada no “*Growth Market*” é obrigada a fornecer uma explicação para o não cumprimento de qualquer princípio *geral* do código⁹⁹.

O Informe de Governança Corporativa japonês é um documento separado do Relatório Anual das companhias. Este informe possui um layout específico que varia conforme a estrutura organizacional da companhia (Conselho de *Kansayaku*, três comitês ou comitê de supervisão)¹⁰⁰. A Bolsa de Valores de Tóquio, buscando auxiliar as companhias na elaboração desses informes, publica o “*Preparation Guidelines for Corporate Governance Reports*”, garantindo que as informações sejam consistentes e comparáveis. Além disso o Informe permite remissões a outros documentos¹⁰¹.

Com essa estrutura padronizada, a Bolsa de Valores de Tóquio coleta as informações relacionadas à governança corporativa na forma de relatórios de cada companhia e as disponibiliza para visualização no *Corporate Governance Information Search*¹⁰². Essa plataforma permite pesquisar informações detalhadas sobre companhias listadas, como

⁹⁷ FINANCIAL SERVICES AGENCY. Revisions of Japan’s Corporate Governance Code and Guidelines for Investor and Company Engagement. p. 3,4.

⁹⁸ Os princípios gerais são os que formam os pilares do código: i) assegurar os direitos e o tratamento igualitário dos acionistas; ii) cooperação adequada com stakeholders além dos acionistas; iii) garantir a divulgação adequada de informações e transparência; iv), responsabilidades dos conselhos e; v) diálogo com os acionistas. Os princípios, por sua vez, oferecem orientações relacionadas aos princípios gerais. Ao final, os princípios suplementares fornecem práticas detalhadas e sugestões para implementar esses princípios de uma forma eficaz. JAPÃO, Japan’s Corporate Governance Code, 2021, p.2.

⁹⁹ Para mais informações sobre o Código de Governança Corporativa e suas aplicações, consulte o site da Bolsa de Valores de Tóquio:

<<https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/index.html>>

¹⁰⁰ <<https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/01.html>>

¹⁰¹ Tokyo Stock Exchange, 2024, Preparation Guidelines for Corporate Governance Reports

¹⁰² Disponível em: <<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/CGK020020Action.do>>



a estrutura organizacional, diretores, auditores, comitês e outras informações relevantes, como participação em votações eletrônicas.

Para monitorar a adoção e evolução do código japonês, além de ser responsável por suas atualizações, foi estabelecido o "*Council of Experts Concerning the Follow-up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code*". Esse Conselho é composto por especialistas externos, incluindo gestores de companhias e acadêmicos e é administrado em conjunto pela FSA e pela Bolsa de Valores de Tóquio (TSE)¹⁰³.

Para acompanhar o desenvolvimento da governança corporativa, o "*White paper on Corporate Governance*¹⁰⁴", também feito pela TSE, é publicado a cada dois anos para acompanhar o desenvolvimento da governança corporativa das companhias listadas. O documento inclui análises e dados sobre diversos aspectos da governança corporativa, como atributos corporativos, iniciativas da TSE em relação à governança corporativa, revisões do portfólio de negócios e custo de capital, questões de sustentabilidade, diálogo com acionistas e proteção dos direitos e tratamento igualitário dos acionistas.

O documento mostra a evolução ano após ano de alguns pontos da governança corporativa. Dentre eles, podemos destacar companhias com um comitê de nomeação, as quais em 2015 representavam apenas 10.5% das companhias no segmento prime, enquanto em 2022 esse número subiu para 92%¹⁰⁵. O mesmo crescimento pode ser observado para o comitê de remuneração, que passou de 13.4% em 2015 para 92.8% em 2022¹⁰⁶. Outro ponto relevante é o aumento na porcentagem de conselheiros independentes: em 2022, 92,1% das companhias tinham pelo menos 1/3 dos conselheiros independentes¹⁰⁷.

Apesar desse progresso, alguns problemas foram identificados na explicação relacionada às práticas não aderidas. No documento publicado em março de 2023 pela

¹⁰³ FSA; TSE, Establishment of "Council of Experts Concerning the Follow-up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code", 2015.

¹⁰⁴ TOKYO STOCK EXCHANGE, 2023, White Paper on Corporate Governance.

¹⁰⁵ Ibid, p. 62.

¹⁰⁶ Ibid, p. 63.

¹⁰⁷ Ibid, p. 42.



TSE¹⁰⁸, foram destacados vários tipos de explicações insuficientes nas práticas de governança corporativa.

Os principais pontos levantados foram a falta de clareza sobre o status de conformidade, omissão de razões para o não cumprimento e explicações abstratas que não detalham circunstâncias específicas. Além disso, o documento analisou companhias que mantêm uma explicação "em consideração" por anos, sem um progresso claro.

Visando abordar esses problemas de forma mais eficaz, em junho de 2024, o “*Council of Experts*” publicou um programa de ação, identificando-os e trazendo recomendações de melhoria¹⁰⁹. Dentre esses temas, destacam-se as discussões sobre a melhoria da eficácia dos conselhos de administração, com foco na nomeação e avaliação de conselheiros independentes, melhorias na qualidade da divulgação das informações e a promoção do diálogo com investidores globais, incluindo a exigência de relatórios em inglês, além da inclusão de métricas de diversidade nos relatórios de sustentabilidade.

IV.5. – Conclusão

Atualmente, os códigos de melhores práticas de governança corporativa são uma característica em comum da maioria das regras de listagem de mercados organizados de bolsas ao redor do mundo ou então do arcabouço regulatório corporativo nacional nas jurisdições. Tais códigos geralmente seguem o modelo de "pratique ou explique" ou alguma variação próxima¹¹⁰.

¹⁰⁸ TSE. Using "Explain" to Contribute to Constructive Dialogue, 2023.

¹⁰⁹ COUNCIL OF EXPERTS. Action Program for Corporate Governance Reform 2024: Principles into Practice, 2024.

¹¹⁰ Alguns países têm abordagens únicas para promover a governança corporativa, como a Costa Rica, onde companhias devem seguir o Regulamento de Governança Corporativa do CONASSIF. Na Arábia Saudita, as Regulações da CMA são vinculativas para companhias listadas no Main Market. O King IV Code na África do Sul é voluntário, mas as companhias devem explicar suas práticas. Na Malásia, o Código de Governança consiste em "aplicar ou explicar uma alternativa". No México, embora o Código não seja vinculativo, muitas práticas nele são exigidas por lei. OCDE, Corporate Governance Factbook, 2023, p.40 e 41.



Tais códigos proporcionam um canal para a convergência internacional, com princípios e práticas relativamente parecidas e alinhadas com recomendações das organizações de cunho global, tais como a OCDE¹¹¹.

É importante ressaltar que, apesar dessa convergência, as características culturais ainda desempenham um papel significativo nas práticas de governança corporativa em diferentes países¹¹². A forma pela qual as companhias são gerenciadas e as relações entre acionistas, diretores e partes interessadas muitas vezes refletem as tradições e valores culturais específicos de cada sociedade.

Por exemplo, o Código brasileiro, quando comparado com outros códigos de governança corporativa, apresenta uma característica notável em seu item 1.1, que trata da estrutura acionária. A prática recomendada de compor o capital social¹¹³ de uma companhia apenas com ações ordinárias é uma característica específica do código brasileiro, algo não enfatizado nos códigos do Japão, Alemanha e Reino Unido, que focam mais em transparência, responsabilidade e controle do Conselho de Administração.

A composição do Conselho de Administração também apresenta diferenças. No Brasil, a prática recomendada é que a maioria dos membros do conselho seja externa, com pelo menos um terço independente, percentual baixo em relação aos demais países com Código¹¹⁴. No Reino Unido, metade do conselho deve ser composta por diretores não executivos independentes¹¹⁵. No Japão, companhias listadas no Prime Market devem ter pelo menos um terço de diretores independentes¹¹⁶, enquanto na Alemanha, mais da metade do Conselho de Supervisão deve ser independente¹¹⁷.

Além das diferenças mencionadas, a tabela 6 abaixo fornece uma comparação simplificada das maneiras como várias jurisdições internacionais que adotam códigos

¹¹¹ AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A, op. cit.

¹¹² TRICKER. B, Op. Cit., p. 37.

¹¹³ BRASIL, Código Brasileiro de Governança Corporativa, Prática 1.1.1.

¹¹⁴ BRASIL, Código Brasileiro de Governança Corporativa, Prática 2.2.1 (i).

¹¹⁵ REINO UNIDO, UK Corporate Governance Code 2024, Principio G.

¹¹⁶ JAPÃO, Japan's Corporate Governance Code, Princípio 4.8.

¹¹⁷ ALEMANHA, Deutscher Corporate Governance Kodex, Recomendação C. 7.



de governança corporativa reportam essas informações. O quadro também indica se há segmentos específicos que devem aderir aos códigos de governança em cada jurisdição.

Tabela 6 - Requisitos de divulgação das demais jurisdições

País	Qual segmento de companhias abertas com ações listadas precisam aderir ao código	Forma de divulgação do informe
África do Sul	TODAS	Parte do relatório anual
Alemanha	TODAS	Formulário a parte
Argentina	TODAS	Formulário a parte
Austrália	TODAS	Parte do relatório anual
Áustria	Segmento Prime	Formulário a parte
Bélgica	TODAS	Parte do relatório anual
Brasil	Companhias emissoras de ações ou equivalentes (Categoria A)	Formulário a parte
Chipre	TODAS	Parte do relatório anual
Croácia	TODAS	Formulário a parte
Dinamarca	TODAS	Parte do relatório anual
Egito	TODAS	Parte do relatório anual
Espanha	TODAS	Formulário a parte
EUA	Não possui código	N/A
França	TODAS	Formulário a parte
Gana	TODAS	Parte do relatório anual
Holanda	TODAS	Parte do relatório anual
Itália	Segmento Main Market	Formulário a parte
Japão	Segmento Premium e Segmento Standard	Formulário a parte
Luxemburgo	TODAS	Parte do relatório anual



País	Qual segmento de companhias abertas com ações listadas precisam aderir ao código	Forma de divulgação do informe
Malásia	TODAS ¹¹⁸	Formulário a parte
Nigéria	TODAS	Formulário a parte
Noruega	TODAS	Parte do relatório anual
Reino Unido	Segmento Equity Shares (commercial companies) ESCC	Parte do relatório anual
Rússia	Segmento Level One ¹¹⁹	Formulário a parte
Singapura	TODAS	Parte do relatório anual
Suécia	TODAS	Parte do relatório anual
Suíça	TODAS	Parte do relatório anual

Fonte: Elaboração própria, com base nos respectivos códigos de governança corporativa de cada país e na pesquisa OCDE Corporate Governance Factbook 2023.

Em um comparativo com 26 jurisdições, verificou-se que a forma mais comum de divulgação das informações acerca de governança corporativa é sua inclusão dentro dos Relatórios Anuais das companhias (14), ainda que uma parte significativa (12 países) opte por divulgar essas informações em formulários apartados. Em algumas jurisdições, também é obrigatória a divulgação dessas informações no site da companhia, visando facilitar o acesso do público¹²⁰.

Nesse sentido, o Brasil não se encontra isolado, muito embora possa ser argumentado que a divulgação em conjunto com o Relatório Anual seja uma tradição de mercados considerados mais desenvolvidos, tais como Reino Unido, Singapura e Suíça.

¹¹⁸ Algumas práticas são direcionadas somente para grandes companhias. Para ser considerado uma grande companhia é necessário estar incluída no Índice FTSE Bursa Malaysia Top 100 ou possuir uma capitalização de mercado de RM2 bilhões ou mais no início do seu ano fiscal. SECURITIES COMMISSION MALAYSIA, Malaysian Code on Corporate Governance, 2023, p.3.

¹¹⁹ O segmento Level One do mercado de listagem da Rússia refere-se ao grupo de companhias listadas na Bolsa de Valores de Moscou que atendem a certos critérios de governança corporativa, transparência e capitalização de mercado. MOSCOW EXCHANGE, Listing Rules of Moscow Exchange, 2024.

¹²⁰ Algumas jurisdições onde essa prática é aplicada, conforme os respectivos códigos de governança corporativa, incluem Alemanha, Austrália, Dinamarca, Holanda e Noruega.



A análise também considerou se havia alguma diferenciação na adesão ao código de governança corporativa por segmento. Na maioria dos países (21), não há distinção entre segmentos de listagem, sendo que todas as companhias abertas com ações listadas são incentivadas ou obrigadas a usar o código, seguindo o princípio de “*Comply or Explain*”, conforme as regras locais.

De maneira mais detalhada, o Quadro 2 abaixo explora as jurisdições aprofundadas nessa pesquisa, destacando a existência de códigos de governança, as entidades responsáveis por sua manutenção, as entidades sujeitas, a forma de reporte, a última atualização e a periodicidade de atualização.

Outro fato notável na análise é o de que no Brasil não está prevista uma rotina de avaliação e atualização do CBGC, diferentemente dos demais países com código. A entidade responsável pela elaboração do Código brasileiro não possui agenda regular, ao passo que nas demais jurisdições analisadas em detalhe com mais profundidade, as organizações responsáveis possuem atividades regulares.

Tabela 7 - Análise das práticas de governança corporativa e formas de reporte por jurisdição

País	Entidade que realiza atualizações do código utilizado	Entidades sujeitas	Forma de reporte	Última atualização	Periodicidade da atualização
Alemanha	“Comissão de governança corporativa alemã”	Companhias listadas	Corporate Governance Statement	2022	2 anos
Brasil	GT Interagentes	Companhias emissoras de ações e equivalentes (Categoria A)	Informe de Governança Corporativa	2018	Sem periodicidade definida



País	Entidade que realiza atualizações do código utilizado	Entidades sujeitas	Forma de reporte	Última atualização	Periodicidade da atualização
Estados Unidos	Não há código	N/A	Existem divulgações sobre governança nos formulários 10-K e 8-K enviados à SEC, bem como divulgações em âmbito de regras de listagem.	N/A	N/A
Reino Unido	FRC	Segmento Equity Shares (commercial companies) ESCC	Annual Report	2024	Sem periodicidade definida
Japão	FSA/Bolsa de Tóquio	Segmento Premium e Segmento Standard	Corporate Governance Reports	2021	3 anos

Fonte: Elaboração própria



V - Apresentação e análise de indicadores de eficácia da regulação

O foco desta ARR consiste numa avaliação de resultados com foco na eficácia, ou seja, em verificar a obtenção dos benefícios esperados da regulação, independentemente dos recursos dispendidos pelas companhias.

Nessa seara, o segundo pilar da nossa análise consiste numa avaliação de eficácia do ponto de vista das companhias abertas. Busca-se aferir, através de indicadores quantitativos, a evolução da aderência às práticas de governança estimuladas.

V.1 - Indicador de Eficácia 1 – Evolução do nível de compliance ao Código

A evolução do nível de “*comply*” das companhias às práticas recomendadas pelo Código pode ser considerado um indicador de eficácia útil aos propósitos dessa ARR na medida em que um dos objetivos regulatórios do Informe de Governança Corporativa consistia em estimular a aderência às boas práticas de governança, seja por conscientização ou pelo efeito de “comparação com os pares” proporcionada pela transparência informacional.

Ao menos em teoria, conforme árvores de problema regulatório na seção II acima, seria de se esperar uma redução no prêmio de risco das companhias abertas em relação a um cenário no qual o Informe de Governança não estivesse em vigência. Não é considerado factível para os propósitos desta ARR realizar um estudo que mensure tal prêmio de risco contra um cenário contrafactual.

Dessa forma, a variação da taxa de compliance das companhias em relação às práticas recomendadas pelo CGBC será utilizada como uma proxy inversa de tal queda de prêmio de risco, ou seja, quanto maior o compliance às práticas, menor será considerado o diferencial do prêmio de risco observado em relação ao suposto contrafactual.



Assim, o “Indicador de Eficácia 1 – Evolução do nível de compliance ao Código” mede a aderência das companhias às práticas de governança ao longo do tempo. Os dados a seguir foram extraídos do Portal de Dados Abertos¹²¹ e mostram a evolução dos Informes de Governança das companhias abertas no período de 2019 a 2023. Durante este período, o número de companhias que reportaram foi de 362 em 2019, 372 em 2020, 432 em 2021, 435 em 2022 e 416 em 2023.

A análise dos dados indica uma tendência geral de aumento nas respostas "Sim", indicando um crescimento na adesão às boas práticas de governança ao longo dos anos. Em 2019, o percentual de compliance era de 50,62%, crescendo para 65,53% em 2023, aproximadamente 15 pontos percentuais no período de cinco anos.

Em termos percentuais, a tabela a seguir resume o percentual de compliance calculado com base no total de respostas, excluindo as respostas “Não se Aplica”:

Tabela 8 - Percentual de Compliance Anual em Governança (2019-2023)

Ano	Total (Excluindo as respostas “Não se aplica”) [1]	“Sim” [2]	Percentual de Compliance [3]
2019	17210	8711	50.62%
2020	17664	9628	54.51%
2021	20537	12037	58.61%
2022	20729	13026	62.84%
2023	19824	12991	65.53%

Fonte: Portal Dados Abertos CVM

Agora, direcionando o foco para a aderência das companhias por capítulos específicos do Código de Governança, obteremos detalhes sobre como cada aspecto das práticas de governança está sendo implementado. A tabela a seguir ilustra a taxa de compliance

¹²¹ Os dados podem ser encontrados em: <https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-cgvn>. Foram coletados todos os Informes de Governança enviados pelas companhias entre 2019 e 2023 para compor a amostra, totalizando 2017 documentos analisados. Apenas a última versão submetida por cada companhia em cada ano foi utilizada.



em cada capítulo, ou seja, o percentual de respostas "Sim", em relação ao total de respostas, excluindo as respostas "Não se Aplica", de 2019 a 2023.

Tabela 9 - Evolução da taxa de compliance por capítulo

Capítulo	2019	2020	2021	2022	2023
1- Acionistas	55,87%	58,80%	61,87%	63,21%	65,05%
2- Conselho de Administração	46,85%	50,74%	54,15%	58,43%	61,02%
3- Diretoria	56,84%	60,18%	64,15%	69,40%	71,51%
4- Órgãos de Fiscalização e Controle	47,60%	51,72%	57,08%	63,17%	67,08%
5- Ética e Conflito de Interesse	48,94%	53,70%	58,35%	62,37%	65,24%

Fonte: Portal Dados Abertos CVM

Ao longo dos anos, observa-se uma tendência de aumento do "comply" em todas as categorias de capítulos (1 a 5), sendo o aumento mais proeminente no capítulo 4 (Órgãos de Fiscalização e Controle), com um aumento de 19,48 p.p. entre 2019 e 2023. De modo geral, esse período evidencia uma evolução na aderência das companhias às práticas de governança, com todos os capítulos registrando aumento nas respostas "Sim".

No que tange o escopo das dez práticas¹²² mais adotadas, oito das dez que lideraram em 2019 continuaram no topo em 2023¹²³, a tabela abaixo mostra a evolução das práticas mais adotadas em 2023, desconsiderando as respostas "Não se Aplica":

¹²² Para mais detalhes sobre a descrição em detalhes das práticas mencionadas, consulte a Tabela 1 acima.

¹²³ Comparando as duas listas, observa-se que, em 2023, duas novas práticas foram incluídas no top 10, substituindo as práticas 1.8.2 e 3.4.3, que estavam no topo em 2019. As novas práticas que ganharam destaque são: 5.1.3 e 4.4.2.

**Tabela 10 – Evolução das práticas de governança mais adotadas em 2023**

Prática	Ranking 2023	Taxa de Compliance 2023	Taxa de Compliance 2019	Sobreposição Normativa	Descrição da prática
1.3.2	1º	98,80%	96,96%	-	As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.
2.9.3	2º	98,80%	96,96%	Item 12.3 do FRE	As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.
2.3.1	3º	94,47%	88,12%	Lei Federal 14.195/21 e obrigatória nos segmentos (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1).	O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.
3.2.1	4º	92,55%	91,71%	-	Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.
5.2.1	5º	91,59%	85,08%	Novo Mercado	Garante a separação clara de funções e responsabilidades dos agentes de governança, com definição de alçadas de decisão para reduzir conflitos de interesse. (Em resumo)
1.4.2	6º	89,73%	80,88%	-	Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção da medida do estatuto social, as chamadas “cláusulas pétreas”.
4.2.2	7º	89,15%	77,33%	-	As atas das reuniões do conselho fiscal devem observar as mesmas regras de divulgação das atas do conselho de administração.
5.1.3	8º	88,46%	71,55%	Seção 5.4 do FRE e Novo Mercado	O canal de denúncias deve ser independente, imparcial e autônomo, com anonimato garantido e apurações rápidas. (Em resumo)



Prática	Ranking 2023	Taxa de Compliance 2023	Taxa de Compliance 2019	Sobreposição Normativa	Descrição da prática
2.7.1	9º	87,74%	79,56%	Seção 12 do FRE	A remuneração dos conselheiros deve refletir suas funções e responsabilidades, sem vínculo com resultados de curto prazo ou presença em reuniões. (Em resumo)
4.4.2	10º	86,15%	61,97%	-	A prática proíbe a contratação da mesma empresa para auditoria interna e auditoria das demonstrações financeiras, além de vetar auditores internos que tenham atuado na auditoria independente nos últimos três anos. (Em resumo)

Fonte: Portal Dados Abertos CVM

Entre as práticas mais adotadas, o incentivo à conformidade promovidos pelo regulamento do segmento de listagem Novo Mercado continuam a ter um impacto positivo na evolução das taxas de compliance. Isso é evidente nas práticas 5.2.1, 5.1.3 e 2.3.1, que, apesar de já apresentarem elevadas taxas de conformidade, registraram crescimentos no período, em linha com o crescimento do número de companhias listadas no Novo Mercado, número esse que saiu de 143 companhias (37% das companhias abertas emissoras) ao final de 2018 para 195 (46%) ao final de 2023¹²⁴.

Outro destaque positivo refere-se às práticas que não apresentam sobreposição com normas legais ou infralegais, especialmente a prática 4.4.2, que trata da terceirização da auditoria interna, garantindo que ela não seja realizada pela mesma empresa responsável pelas auditorias das demonstrações financeiras ou por quem tenha prestado auditoria independente nos últimos três anos. Essa prática se destaca por apresentar a maior evolução da taxa de conformidade ao longo de todo o período analisado e por não ter sobreposição com normas legais ou infralegais. Isso sugere que

¹²⁴ O denominador utilizado exclui empresas do segmento Bovespa Mais e BDRs Patrocinados. Dados da B3 em seu site de RI, via seção “Banco de Dados. Ver: <<https://ri.b3.com.br/pt-br/>>.”



o aumento na conformidade de certas práticas não ocorreu devido a exigências legais adicionais, mas sim pela adesão voluntária das companhias¹²⁵.

Por outro lado, podemos observar as práticas menos seguidas, medidas pelo número de respostas "Não" e "Parcialmente". Ao comparar as dez práticas menos aderidas tanto em 2019 quanto em 2023, temos a permanência de nove práticas repetidas¹²⁶. A tabela abaixo fornece uma visão geral das 10 práticas com menos adesão no ano de 2023:

Tabela 11 - Evolução das práticas de Governança menos adotadas em 2023¹²⁷

Prática	Ranking 2023	Taxa de Compliance 2023	Taxa de Compliance 2019	Sobreposição Normativa	Descrição das práticas
2.2.1	1º	24,76%	15,19%	A Resolução CVM 80, atendendo à Lei Federal 14.195/21	O estatuto deve garantir que o conselho tenha maioria externa, com pelo menos um terço de membros independentes, e divulgar anualmente qualquer situação que comprometa essa independência, como vínculos com a companhia ou mandatos excessivos. (Em resumo)
2.5.1	2º	27,88%	22,38%	-	O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.
5.5.2	3º	37,02%	28,18%	Lei 13.165/15	A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.

¹²⁵ Outras práticas com características semelhantes são 1.3.2, 1.4.2, 3.2.1 e 4.2.2.

¹²⁶ A única prática não repetida entre os dois anos, foi a prática 2.2.2, que foi a quarta maior prática não aderida em 2019. Outro destaque é a prática 1.5.1, que em 2019, foi a 11ª prática menos adotada, com uma taxa de compliance de 33,75%, e em 2023, passou para a 12ª prática menos adotada, com 51,68%.

¹²⁷ Práticas consideradas de interesse.



Prática	Ranking 2023	Taxa de Compliance 2023	Taxa de Compliance 2019	Sobreposição Normativa	Descrição das práticas
2.9.2	4º	37,74%	33,15%	-	As reuniões do conselho devem incluir sessões exclusivas para conselheiros externos, sem executivos ou convidados, para alinhamento e discussão de temas sensíveis. (Em resumo)
4.3.1	5º	38,22%	30,11%	Item 12.1 do FRE	A companhia deve proibir a contratação de serviços extra-auditoria que comprometam a independência dos auditores e evitar contratar quem tenha feito auditoria interna nos últimos três anos. (Em resumo)
3.1.2	6º	39,18%	30,66%	Item 12.1 do FRE	A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.
1.7.1	7º	39,18%	34,52%	Item 3.4 do FRE	A companhia deve criar e divulgar uma política de destinação de resultados, definida pelo conselho, que estabeleça a periodicidade dos dividendos e os parâmetros para determinar seu valor, como percentuais do lucro líquido e fluxo de caixa livre. (Em resumo)
4.1.1	8º	42,55%	19,61%	Art. 27 da Resolução CVM 80, Item 12.1 do FRE e Novo Mercado	O comitê de auditoria deve assessorar o conselho, ser composto principalmente por membros independentes, ter um coordenador independente e um membro com experiência em contabilidade e auditoria, além de possuir orçamento para contratar consultores externos, quando necessário. (Em resumo)



Prática	Ranking 2023	Taxa de Compliance 2023	Taxa de Compliance 2019	Sobreposição Normativa	Descrição das práticas
2.4.1	9º	43,75%	18,23%	Item 12.1 do FRE	A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho, os conselheiros individualmente e a secretaria de governança, se houver. (Em resumo)
5.3.2	10º	45,43%	21,82%	Seção 16 do FRE	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. (Em resumo)

Fonte: Portal Dados Abertos CVM

Ainda assim, conforme apontado nas tabelas, mesmo entre as práticas com menor taxa de adesão, houve um aumento geral ao longo dos cinco anos analisados. A prática 2.2.1, que recomenda que o conselho de administração seja majoritariamente composto por membros externos, com pelo menos um terço independente, foi a menos adotada no período, mas registrou um aumento de 9,57 p.p. em sua taxa de adesão. Ao analisar a porcentagem de respostas “não *comply*” para essa prática, é possível perceber um aumento nas respostas “Parcialmente”, que passaram de 154 em 2019 (42,54%) para 211 em 2023 (50,72%), indicando uma adesão gradual das companhias a essa prática.

Outro ponto a destacar é a prática 4.1.1, que aborda tópicos sobre o Comitê de Auditoria. Essa prática apresenta várias sobreposições normativas, incluindo uma com o segmento de listagem Novo Mercado. Embora esta tenha sido uma das práticas menos adotadas em 2019, ela registrou um crescimento significativo de adesão entre 2019 e 2023, destacando o papel do aprimoramento de outros instrumentos de estímulo à



governança corporativa, especialmente em alinhamento com as exigências do Novo Mercado.

Seguindo essa tendência de crescimento, é importante observar que **todas** as práticas evoluíram positivamente entre os informes, sem que nenhuma delas tenha mostrado uma adesão inferior no informe mais recente em comparação com o primeiro. A média de evolução entre todas as práticas foi de 14,39 em pontos percentuais. A seguir, destacamos as cinco práticas que mais evoluíram durante esse período.

Tabela 12 – Maiores evoluções da taxa de compliance

Prática	Taxa de Compliance 2019	Taxa de Compliance 2023	Diferença entre 2019 e 2023	Descrição das práticas
2.2.2	20,17%	57,69%	37,52 p.p.	O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que defina o processo de escolha dos membros e promova a diversidade de competências, experiências, idade, gênero e disponibilidade de tempo. (Em resumo)
2.4.1	18,23%	43,75%	25,52 p.p.	A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho, os conselheiros individualmente e a secretaria de governança, se houver. (Em resumo)
2.8.1	41,44%	66,59%	25,15 p.p.	O conselho de administração deve ter um regimento interno que estabeleça suas responsabilidades, regras de funcionamento, atribuições do presidente, procedimentos para substituição, medidas para conflitos de interesse e prazos para envio de materiais das reuniões. (Em resumo)
3.4.1	43,92%	72,60%	28,68 p.p.	A remuneração da diretoria deve ser definida por uma política aprovada pelo



Prática	Taxa de Compliance 2019	Taxa de Compliance 2023	Diferença entre 2019 e 2023	Descrição das práticas
				conselho, em um processo formal, transparente e que considere os custos e riscos envolvidos. (Em resumo)
4.5.1	47,51%	75,72%	28,21 p.p.	A companhia deve adotar uma política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho, que defina os riscos protegidos, os instrumentos usados, a estrutura de gerenciamento, a avaliação da eficácia dos controles internos e os limites aceitáveis de exposição a esses riscos. (Em resumo)

Fonte: Portal Dados Abertos CVM

Observa-se que as práticas 2.2.2 e 2.4.1, que estavam entre as menos adotadas em 2019, mostraram evolução ao longo do tempo. No entanto, essas práticas mostram sobreposições com outros dispositivos legais existentes, em especial do Novo Mercado.

Por exemplo, a Prática 2.2.2, que trata da política de indicação de membros do conselho de administração, apresenta uma sobreposição quase total com o artigo 33 do regulamento do Novo Mercado. Já a Prática 2.4.1, que aborda a avaliação do conselho de administração e seus comitês, possui uma sobreposição parcial com a Subseção III do regulamento do Novo Mercado. Além disso, todas as práticas mencionadas têm um grau de sobreposição com o Formulário de Referência¹²⁸.

Também foi realizada uma análise mais detalhada das respostas "Não se Aplica". A tabela abaixo, baseada no informe mais recente de cada companhia, apresenta a quantidade de companhias que classificam as práticas como "Não se Aplica", além daquelas que as adotam ou justificam sua não adoção. Também está incluído o percentual de companhias que consideraram as práticas como "Não se Aplica".

¹²⁸ A prática 2.2.2. possui uma sobreposição ao Item 12.3 do FRE, enquanto a prática 2.4.1. está associada ao Item 12.1. A prática 2.8.1. tem correspondência com a Seção 12 do FRE, e a prática 3.4.1. está relacionada à Seção 13. Por fim, a prática 4.5.1. sobrepõe-se à Seção 5 do FRE.



Destacam-se cinco práticas apresentaram uma alta incidência de respostas "Não se Aplica", sendo que as três maiores taxas se associam a uma particularidade de sociedades de economia mista.

Tabela 13 – Práticas de Governança com Maior Incidência de Respostas 'Não se Aplicam'

Práticas	Respostas "Não se aplicam"	Companhias aderentes	Número de explicações	Percentual de respostas "Não se Aplica"	Descrição das práticas
1.8.1	392	20	4	94,2%	O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.
1.8.2	384	25	7	92,3%	O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e estabelecer políticas, mecanismos e controles internos para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.
5.5.3	305	71	40	73,3%	A política das empresas estatais ou com fortes vínculos comerciais com o Estado deve proibir doações a partidos políticos ou pessoas ligadas, mesmo que legalmente permitidas. (Em resumo)
4.4.2	286	112	18	68,8%	A prática proíbe a contratação da mesma empresa para auditoria interna e auditoria das demonstrações financeiras, além de vetar auditores internos que tenham atuado na auditoria independente nos últimos três anos. (Em resumo)
1.4.3	260	107	49	62,5%	Se o estatuto exigir uma OPA ao atingir participação relevante no capital votante, a regra de precificação não deve incluir prêmios substancialmente superiores ao valor econômico ou de mercado das ações. (Em resumo)



Fonte: Portal Dados Abertos CVM Podemos concluir então que a análise da evolução do compliance nas companhias abertas entre 2019 e 2023 revela um progresso na adesão às práticas de governança corporativa, evidenciada por uma melhoria geral na taxa de *comply* de **todas** as práticas de governança do Código.

Em outras palavras, o aumento no percentual ocupado pelas respostas "Sim" indica um fator de eficácia regulatória, impulsionada tanto pelo aprimoramento de outros instrumentos de estímulo à governança corporativa quanto pela adoção voluntária dessas práticas. Em particular, o crescimento da taxa de compliance no Capítulo 4 (Órgãos de Fiscalização e Controle), destaca um aprimoramento das companhias nessas melhores práticas de fiscalização e controle interno.

Contudo, algumas práticas ainda enfrentam desafios persistentes, com taxas de compliance abaixo de 30% em certos casos. Finalmente, a alta incidência de respostas "Não se Aplica" em algumas práticas sugere que algumas práticas específicas podem não ser relevantes ou aplicáveis a todas as companhias.

O terceiro pilar de nossa análise, enfim, consiste numa avaliação de eficácia do ponto de vista dos investidores e outros stakeholders usuários do Informe. Busca-se avaliar indicadores quantitativos e qualitativos acerca do nível de acesso, importância das informações nas tomadas de decisões, além da qualidade das informações fornecidas.

V.2 - Indicador de Eficácia 2 – Evolução da qualidade do *disclosure*

Esse indicador possui como objetivo avaliar a evolução da qualidade das justificativas fornecidas pelas companhias para as práticas de governança não adotadas. Ele foi desenvolvido em colaboração com a Clínica LAMCA (Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais) do Núcleo de Prática Jurídica da FGV Direito Rio, no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica entre a FGV e a CVM¹²⁹.

¹²⁹ Processo SEI nº 19957.001439/2022-01.



Esse indicador é interessante do ponto de vista desta ARR para que se possa aferir a capacidade do produto disponibilizado (Informe de Governança Corporativa) em reduzir as assimetrias informacionais previamente mencionadas.

Novamente, ao menos em teoria, seria de se esperar uma redução no prêmio de risco das companhias abertas em relação a um cenário no qual o Informe de Governança não estivesse em vigência. Não é considerado factível para os propósitos desta ARR realizar um estudo que mensure tal prêmio de risco contra um cenário contrafactual.

Dessa forma, a variação da qualidade do *disclosure* das companhias em relação às práticas recomendadas pelo CGBC será utilizada como uma proxy inversa de tal queda de prêmio de risco, ou seja, quanto melhor a qualidade do *disclosure* das práticas, menor será considerado o diferencial do prêmio de risco observado em relação ao suposto contrafactual.

A análise qualitativa foi realizada comparando a evolução das respostas das companhias em três momentos distintos: (i) o primeiro informe disponível para cada uma delas; (ii) os últimos informes válidos para o exercício de 2023 e; (iii) um informe publicado em um período intermediário.

A amostra da pesquisa, em seu turno, inclui 25 companhias abertas, listadas nos segmentos Tradicional, Nível 1 e Nível 2 da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, abrangendo setores diversificados como financeiro, petróleo/mineração, têxtil, energia e bens industriais.

Durante a análise dos informes, os alunos da Clínica LAMCA avaliaram um total de 3.375 respostas referentes às práticas do Código Brasileiro de Governança Corporativa. Dentre essas práticas, 746 não foram seguidas pelas companhias e 656 foram adotadas parcialmente, totalizando 1.402 justificativas textuais analisadas. Além disso, 1.643 práticas foram integralmente adotadas, e 330 foram consideradas não aplicáveis. Os dados detalhados sobre a adesão às práticas de governança, separados por informe, estão descritos na tabela abaixo.



Tabela 14 - Adesão às Práticas de Governança para as 25 companhias analisadas

Respostas	Primeiro Informe	Segundo Informe	Terceiro Informe	Total
Sim	512	546	585	1643
Parcialmente	229	214	213	656
Não	272	257	217	746
Não se aplica	112	108	110	330

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

A avaliação qualitativa da qualidade da informação abordou as justificativas fornecidas por cada companhia levando em conta os seguintes critérios: a) clareza e concisão; b) satisfação com as explicações apresentadas; c) repetição das respostas anteriores, mesmo que reescritas de forma diferente; e d) número de palavras em cada explicação.

Para os critérios “(a) clareza e concisão” e “(b) satisfação das explicações”, os pesquisadores foram instruídos a atribuir às explicações graduações de 1 a 5, sendo 1 o grau mínimo e 5 o grau máximo no quesito correspondente.

Na avaliação da clareza e concisão das explicações, os pesquisadores foram orientados a avaliar se a companhia forneceu informações de maneira compreensível e evitou redundâncias e informações desnecessárias, atendo-se ao que importa aos esclarecimentos.

Durante a avaliação da satisfação das explicações, os pesquisadores foram orientados a avaliar se a companhia apresentou argumentos convincentes para a não adoção ou a adoção parcial da prática recomendada, com base em cinco subcritérios¹³⁰: (i) se foi descrito o contexto e o histórico antecedente relativo à explicação; (ii) se a justificativa é convincente para a abordagem adotada; (iii) se riscos foram considerados e ações mitigadoras foram adotadas; (iv) se prazos para cumprimento da prática foram definidos, quando aplicável; e (v) se a explicação é persuasiva.

¹³⁰ Esses critérios foram inspirados nas diretrizes propostas pela Financial Reporting Council (FRC) no estudo intitulado *Improving the Quality of ‘Comply or Explain’ Reporting* (FRC, 2021, p. 7-8).



Dessa maneira, em relação ao critério a) de clareza e concisão, a média das notas atribuídas às justificativas fornecidas para as respostas “Não” ou “Parcialmente” foi de **3,86/5**. A tabela a seguir detalha a frequência de cada nota nos informes, seguida da média de notas.

Tabela 15 - Frequência de Notas Atribuídas às Justificativas nos Informes em Relação ao Critério de Clareza e Concisão

Notas	Primeiro Informe	Segundo Informe	Terceiro Informe
1	31 (6,19%)	42 (8,92%)	38 (8,84%)
2	33 (6,59%)	44 (9,34%)	36 (8,37%)
3	79 (15,77%)	66 (14,01%)	51 (11,86%)
4	155 (30,94%)	138 (29,30%)	124 (28,84%)
5	203 (40,52%)	181 (38,43%)	181 (42,09%)
TOTAL	501	471	430
Média	3,93	3,79	3,87

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

É possível observar que a média das notas de clareza e concisão manteve-se relativamente estável ao longo dos três informes. A maior frequência de notas 4 e 5 (29,69% e 40,35%, respectivamente, em média) em todos os informes sugere que, em geral, as justificativas foram consideradas mais satisfatórias em termos de clareza e concisão do que insatisfatórias.

Em seguida, foram identificadas as cinco melhores práticas em termos de clareza e concisão das justificativas fornecidas, considerando apenas aquelas com mais de 10 observações.



Tabela 16 - Melhores Notas de Clareza e Concisão nas Justificativas com Mais de 10 Observações

Prática	Média Concisão	Observações	Descrição das práticas
2.6.1	4,42	38	A companhia deve ter um programa de integração dos novos membros do conselho de administração, previamente estruturado, para que os referidos membros sejam apresentados às pessoas-chave da companhia e às suas instalações e no qual sejam abordados temas essenciais para o entendimento do negócio da companhia.
2.9.1	4,31	29	O conselho de administração deve definir um calendário anual com de seis a doze reuniões ordinárias e convocar extraordinárias conforme necessário, incluindo uma agenda temática. (Em resumo)
3.1.2	4,28	40	A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.
2.8.1	4,19	36	O conselho de administração deve ter um regimento interno que estabeleça suas responsabilidades, regras de funcionamento, atribuições do presidente, procedimentos para substituição, medidas para conflitos de interesse e prazos para envio de materiais das reuniões. (Em resumo)
2.4.1	4,18	50	A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho, os conselheiros individualmente e a secretaria de governança, se houver. (Em resumo)

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

As práticas 3.1.2 (regimento interno da diretoria) e 2.4.1 (avaliação anual do desempenho do conselho), previamente mencionadas no indicador 1, destacam-se por suas respostas concisas, apesar de estarem entre as 10 práticas com menor adesão em 2023. Isso sugere que, embora as companhias possam não ter adotado amplamente essas práticas, aquelas que o fizeram forneceram justificativas claras e concisas.



Em contraste, foram também analisadas as cinco piores práticas em termos de clareza e concisão, novamente considerando mais de 10 explicações para cada uma.

Tabela 17 - Piores Notas de Clareza e Concisão nas Justificativas com Mais de 10 Observações

Prática	Média Concisão	Observações	Descrição da prática
5.2.2	3,19	26	As regras de governança devem exigir que a pessoa com conflito de interesse manifeste-o prontamente. Caso não o faça, outra pessoa pode fazê-lo, e a pessoa envolvida deve se afastar das discussões e deliberações, com o afastamento registrado em ata. (Em resumo)
1.2.1	3,30	23	Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.
4.5.1	3,41	34	A companhia deve adotar uma política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho, que defina os riscos protegidos, os instrumentos usados, a estrutura de gerenciamento, a avaliação da eficácia dos controles internos e os limites aceitáveis de exposição a esses riscos. (Em resumo)
4.5.2	3,43	21	O conselho de administração deve garantir que a diretoria tenha mecanismos e controles internos para avaliar e controlar os riscos, mantendo-os dentro dos limites estabelecidos, incluindo um programa de compliance para cumprir leis e normas. (Em resumo)
1.5.1	3,47	43	O estatuto deve exigir OPA para todos os acionistas em caso de alienação do controle e que os administradores assegurem tratamento justo em reorganizações ou mudanças de controle. (Em resumo)

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM



Observa-se a reincidência da prática 1.5.1 (o estatuto da companhia deve estabelecer a oferta pública de aquisição de ações para alienação do controle acionário e a manifestação dos administradores sobre reorganizações e mudanças de controle), que já havia sido destacada anteriormente no indicador 1 como uma das piores práticas em termos de adesão em 2023. Salienta-se ainda que **não** há práticas com notas médias consideradas insatisfatórias nesse critério.

Adicionalmente, foi realizada uma análise estatística para investigar a relação entre o número de palavras por resposta e as notas atribuídas à concisão das justificativas. A correlação de Spearman obtida foi de **0,054**, indicando uma relação quase nula entre essas variáveis.

No entanto, ao segmentar a amostra, focando apenas nas respostas acima da mediana de 63,5 palavras, a correlação de Spearman foi de **-0,19**, sugerindo uma leve tendência de perda de eficiência em termos de concisão conforme as respostas se tornam mais longas. Esse padrão se torna ainda mais evidente quando analisamos as respostas acima do terceiro quartil (Q3), onde a correlação negativa aumenta para **-0,23**. Sugerindo então uma correlação negativa fraca, indicando que, em respostas mais longas, há uma tendência de perda de eficiência em termos de percepção de concisão.

No que tange a evolução das notas do critério “a) concisão e clareza” ao longo dos três informes, observamos que, em geral, a variação se manteve estável, com uma média de variação de -0,04, considerando a diferença de pontuação entre o primeiro informe e o mais recente. Apesar dessa estabilidade média, algumas práticas individuais apresentaram variações significativas.

Entre as práticas analisadas, 9 se destacaram por apresentar variações positivas significativas nas notas, superiores a 0,20, evidenciando uma melhoria na clareza das justificativas fornecidas. As práticas com maior progresso foram: 1.2.1, 1.5.1, 2.9.2, 3.3.2, 4.1.1, 4.5.2, 5.1.1, 5.3.1 e 5.2.2. A tabela a seguir destaca as cinco práticas com as maiores variações positivas, conforme a avaliação dos pesquisadores em termos de evolução das notas de clareza e concisão.

**Tabela 18 – Maiores Variações Positivas nas Notas de Clareza e Concisão**

Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das práticas
1.2.1	3,25	8	3,13	8	3,57	7	0,32	Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.
2.9.2	3,76	17	4,00	17	4,07	14	0,31	As reuniões do conselho devem incluir sessões exclusivas para conselheiros externos, sem executivos ou convidados, para alinhamento e discussão de temas sensíveis. (Em resumo)
4.5.2	3,29	7	3,43	7	3,57	7	0,29	O conselho de administração deve garantir que a diretoria tenha mecanismos e controles internos para avaliar e controlar os riscos, mantendo-os dentro dos limites estabelecidos, incluindo um programa de compliance para cumprir leis e normas. (Em resumo)
5.1.1	4,08	13	4,09	11	4,40	10	0,32	A companhia deve ter um comitê de conduta independente, vinculado ao conselho, responsável pelo código de conduta, canal de denúncias e apuração de infrações. (Em resumo)
5.3.1	3,83	12	4,07	15	4,14	14	0,31	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.

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM



Além dessas práticas previamente mencionadas, vale destacar a evolução da prática 5.2.2, cuja média de clareza e concisão aumentou de 3,10 no primeiro informe para 3,38 no terceiro informe. Embora a mesma ainda permaneça entre as práticas com as notas mais baixas, houve uma melhoria ao longo do tempo.

Em contrapartida, algumas práticas apresentaram uma deterioração nas suas notas ao longo do tempo. Sete delas tiveram uma variação negativa superior a 0,20, destacando-se negativamente: 2.2.1, 2.5.1, 2.8.1, 2.9.1, 3.4.2, 5.1.2 e 5.2.3. Abaixo, listamos as cinco práticas que mais se deterioraram em termos de evolução ao longo do tempo.

Tabela 19 – Maiores Variações Negativas nas Notas de Clareza e Concisão

Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das práticas
2.2.1	4,24	21	3,95	21	3,95	19	-0,29	O estatuto deve garantir que o conselho tenha maioria externa, com pelo menos um terço de membros independentes, e divulgar anualmente qualquer situação que comprometa essa independência, como vínculos com a companhia ou mandatos excessivos. (Em resumo)
2.9.1	4,64	11	4,22	9	4,00	9	-0,64	O conselho de administração deve definir um calendário anual com de seis a doze reuniões ordinárias e convocar extraordinárias conforme necessário, incluindo uma agenda temática. (Em resumo)



Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Varição	Descrição das práticas
3.4.2	3,83	6	4,00	5	3,33	3	-0,50	A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionados de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.
5.1.2	4,00	10	3,29	7	3,40	5	-0,60	O código de conduta, elaborado pela diretoria com apoio do comitê de conduta e aprovado pelo conselho de administração, deve regulamentar as relações internas e externas da companhia, administrar conflitos de interesse, definir ações para apurar o uso de informações privilegiadas e estabelecer princípios éticos para negociações e limites para a aceitação de bens ou serviços gratuitos. (Em resumo)
5.2.3	4,00	14	3,54	13	3,60	10	-0,40	A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

De acordo com a percepção dos pesquisadores, a variação negativa nas notas dessas práticas pode ser atribuída à inclusão de companhias que deixaram de seguir essas práticas e passaram a receber notas baixas, o que afetou negativamente a média geral. Além disso, algumas companhias que inicialmente tinham notas máximas passaram a adotar as práticas, o que também contribuiu para a redução da média.



Ao considerar apenas práticas justificadas pela mesma companhia ao longo dos três períodos consecutivos, observamos uma leve melhora na média geral, com um aumento positivo médio de 0,10 pontos na nota do critério “a) clareza e concisão”. A amostra dessa análise considerou 387 práticas recorrentes das 25 companhias, totalizando 1161 respostas, correspondendo a 82,81% da amostra total de respostas.

Nesse universo, um total de oito práticas apresentaram uma piora na variação das notas ao comparar o primeiro informe com o mais recente. Dessas, duas práticas se destacaram negativamente. Primeiro, a prática 5.1.2, que aborda a elaboração e aprovação do código de conduta pela diretoria e pelo conselho de administração, teve uma piora de **-0,60**. Posteriormente, a prática 2.9.1, que trata da definição de um calendário anual de reuniões do conselho, apresentou uma variação de **-0,57**¹³¹.

Em relação ao critério de satisfação (“b”), a média das notas atribuídas às justificativas fornecidas para as respostas “Não” ou “Parcialmente” foi de **3,43/5**. A tabela a seguir detalha a frequência de cada nota em cada informe, seguida da média de notas para cada informe.

Tabela 20 - Frequência de Notas Atribuídas às Justificativas nos Informes em Relação ao Critério de Satisfação

Notas	Primeiro Informe	Segundo Informe	Terceiro Informe
1	50 (9,98%)	55 (11,68%)	50 (11,63%)
2	69 (13,77%)	64 (13,59%)	55 (12,79%)
3	119 (23,75%)	98 (20,81%)	85 (19,77%)
4	152 (29,34%)	136 (28,87%)	132 (30,70%)
5	116 (23,15%)	118 (25,05%)	108 (25,12%)
TOTAL	501	471	430
Média	3,42	3,42	3,45

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

¹³¹ As demais práticas que demonstraram uma piora no indicador ao longo dos três períodos foram: 1.5.1 (-0,08), 1.6.1 (-0,09), 1.7.1 (-0,09), 2.6.1 (-0,11), 4.4.1 (-0,13) e 2.2.1 (-0,17).



A estabilidade nas médias sugere que as justificativas fornecidas pelas companhias foram consideradas ao menos satisfatórias ao longo do período analisado. Em seguida, foram identificadas as cinco práticas que obtiveram as notas médias mais altas em termos de satisfação, considerando mais de 10 explicações para cada uma.

Tabela 21 - Melhores Notas de Satisfação nas Justificativas com Mais de 10 Observações

Prática	Média Satisfação	Observações	Descrição das práticas
1.2.1	4,04	23	Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.
2.1.1	4,32	37	O conselho de administração deve definir estratégias, avaliar riscos, estabelecer valores éticos, garantir transparência e revisar a governança anualmente. (Em resumo)
2.9.1	3,97	29	O conselho de administração deve definir um calendário anual com de seis a doze reuniões ordinárias e convocar extraordinárias conforme necessário, incluindo uma agenda temática. (Em resumo)
5.1.1	4,00	34	A companhia deve ter um comitê de conduta independente, vinculado ao conselho, responsável pelo código de conduta, canal de denúncias e apuração de infrações. (Em resumo)
5.5.2	3,82	44	A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM



É relevante notar que, apesar de a prática 1.2.1 ter sido classificada entre as piores em termos de concisão, ela apresentou uma alta nota de satisfação da explicação. Em contraste, a prática 2.9.1, destacada como uma das melhores em termos de concisão, também obteve um nível elevado de satisfação da explicação. Além disso, observa-se a repetição da prática 5.5.2, que foi identificada como uma das piores em termos de adesão em 2023, mas que ainda assim manteve uma média considerável de satisfação da explicação.

Por outro lado, ao examinar as cinco práticas que receberam as menores notas médias de satisfação, considerando mais de 10 explicações por prática, temos:

Tabela 22 - Piores Notas de Satisfação nas Justificativas com Mais de 10 Observações

Prática	Média Satisfação	Observações	Descrição das práticas
2.4.1	3,04	50	A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho, os conselheiros individualmente e a secretaria de governança, se houver. (Em resumo)
3.4.3	2,94	16	A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.



Prática	Média Satisfação	Observações	Descrição das práticas
4.3.2	3,09	22	A equipe de auditoria independente deve se reportar ao conselho de administração, via comitê de auditoria, que monitora a efetividade e independência dos auditores, avaliando e encaminhando o plano anual de trabalho para aprovação do conselho. (Em resumo)
5.2.2	2,31	26	As regras de governança devem exigir que a pessoa com conflito de interesse manifeste-o prontamente. Caso não o faça, outra pessoa pode fazê-lo, e a pessoa envolvida deve se afastar das discussões e deliberações, com o afastamento registrado em ata. (Em resumo)
5.2.3	3,03	37	A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

A prática 5.2.2, que obteve a menor média de satisfação (2,30) e foi registrada em 26 casos, destacou-se negativamente tanto em termos de satisfação quanto de concisão. De forma semelhante, a prática 2.4.1, que também apresentou uma das piores taxas de adesão, foi classificada entre as práticas com menor satisfação das respostas.

Além disso, a análise estatística revelou uma correlação de Spearman de **0,40** entre a satisfação e o número de palavras por resposta. Esse valor sugere uma relação moderada, indicando que respostas mais longas tendem a estar associadas a notas de satisfação mais altas. Isso sugere que, em geral, respostas mais detalhadas podem contribuir para uma percepção mais positiva, apesar das dificuldades encontradas nas práticas específicas mencionadas.



Complementarmente, foi realizada uma análise adicional para explorar a correlação entre as notas de satisfação e as notas de concisão. A correlação de Spearman encontrada foi de **0,57**, o que indica uma correlação moderada. Esse resultado sugere que justificativas mais concisas tendem a estar associadas a uma maior satisfação.

Quando analisamos as respostas acima do Q3 (350 respostas), a correlação entre satisfação e concisão permanece moderadamente positiva apresentando um valor de **0,52**. Por outro lado, a correlação entre satisfação e número de palavras se mostra quase nula (**0,09**).

Dessa maneira, em conclusão, há uma correlação moderadamente positiva na percepção dos pesquisadores de respostas que atendem simultaneamente aos critérios de concisão e satisfação em função dos desafios informacionais particulares, ao passo que o mero número de palavras é menos determinante nesse sentido.

Nesse sentido, a tabela a seguir apresenta a frequência em termos percentuais das notas de satisfação em função das notas de concisão, mostrando que os valores em torno da diagonal são mais frequentes (correlação positiva).

Tabela 23 - Frequência de Notas Satisfação x Concisão

		Notas de Satisfação				
		1	2	3	4	5
Notas de Concisão	1	7,85%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%
	2	1,36%	3,85%	0,93%	1,21%	0,71%
	3	0,50%	4,21%	6,42%	1,85%	1,00%
	4	0,36%	2,85%	8,42%	12,05%	6,06%
	5	1,00%	2,43%	5,78%	14,48%	16,62%

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

No que tange à evolução das notas de satisfação, observamos um padrão semelhante ao das notas de concisão e clareza, com uma média de variação de 0,03 entre o primeiro e o terceiro informe. Assim como no critério “a)”, algumas práticas demonstraram melhorias em suas notas de satisfação ao longo do tempo, enquanto outras apresentaram uma diminuição.



Foram identificadas 10 práticas que apresentaram uma melhora mais acentuada, superior a 0,20. Dentre elas, duas práticas (5.1.1 e 5.3.1) já haviam sido destacadas como as que mais evoluíram no critério de clareza e concisão, sugerindo uma melhoria na percepção dos alunos. Abaixo, são apresentadas as cinco práticas com as maiores variações positivas em termos de notas de satisfação.

Tabela 24 – Maiores Variações Positivas nas Notas de Satisfação

Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das Práticas
5.2.2	2,00	10	2,25	8	2,75	8	0,75	As regras de governança devem exigir que a pessoa com conflito de interesse manifeste-o prontamente. Caso não o faça, outra pessoa pode fazê-lo, e a pessoa envolvida deve se afastar das discussões e deliberações, com o afastamento registrado em ata. (Em resumo)
5.3.1	3,08	12	3,33	15	3,64	14	0,56	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.
5.1.1	3,85	13	3,91	11	4,30	10	0,45	A companhia deve ter um comitê de conduta independente, vinculado ao conselho, responsável pelo código de conduta, canal de denúncias e apuração de infrações. (Em resumo)
5.3.2	3,24	21	3,61	18	3,67	18	0,43	O conselho deve aprovar uma política de transações com partes relacionadas, incluindo alternativas de mercado, vedação de



Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das Práticas
								remuneração com conflito de interesse, proibição de empréstimos a controladores e administradores, laudos independentes para algumas transações e tratamento equitativo para acionistas em reestruturações. (Em resumo)
3.4.3	2,83	6	2,80	5	3,20	5	0,37	A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

Além disso, vale ressaltar a evolução das práticas do Capítulo 5 (Ética e Conflito de Interesses). Das 10 práticas que apresentaram as maiores variações positivas, 5 pertencem a este capítulo. Dentre elas, 4 estão entre as 5 maiores variações, exceto a prática 5.5.2, que, embora tenha mostrado uma variação positiva de 0,20, não figurou entre as 5 principais. Outro destaque é a prática 5.2.2, que, apesar de ter registrado a maior variação positiva, ainda apresenta uma das piores notas no critério de concisão e a pior nota no critério de satisfação.

Em contraste, também foi analisado práticas que apresentaram variações negativas nas notas de satisfação. A tabela a seguir detalha as cinco práticas com as maiores variações negativas, refletindo as maiores diminuições nas notas de satisfação ao longo do tempo.

**Tabela 25 – Maiores Variações Negativas nas Notas de Satisfação**

Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das práticas
5.1.2	3,90	10	3,43	7	3,40	5	-0,50	O código de conduta, elaborado pela diretoria com apoio do comitê de conduta e aprovado pelo conselho de administração, deve regulamentar as relações internas e externas da companhia, administrar conflitos de interesse, definir ações para apurar o uso de informações privilegiadas e estabelecer princípios éticos para negociações e limites para a aceitação de bens ou serviços gratuitos. (Em resumo)
4.4.1	3,55	11	3,36	11	3,09	11	-0,45	A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.
2.8.1	4,00	13	3,17	12	3,55	11	-0,45	O conselho de administração deve ter um regimento interno que estabeleça suas responsabilidades, regras de funcionamento, atribuições do presidente, procedimentos para substituição, medidas para conflitos de interesse e prazos para envio de materiais das reuniões. (Em resumo)
2.9.1	4,18	11	3,89	9	3,78	9	-0,40	O conselho de administração deve definir um calendário anual com de seis a doze reuniões ordinárias e convocar extraordinárias conforme necessário, incluindo uma agenda temática. (Em resumo)



Prática	Primeiro Informe	Nº de Respostas	Segundo Informe	Nº de Respostas	Terceiro Informe	Nº de Respostas	Variação	Descrição das práticas
3.1.1	3,56	9	3,60	10	3,18	11	-0,37	A diretoria deve executar a política de gestão de riscos, propondo revisões ao conselho quando necessário, e implementar mecanismos eficazes para monitorar e divulgar o desempenho financeiro e os impactos da companhia na sociedade e no meio ambiente. (Em resumo)

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

A 6ª prática que também apresentou uma variação negativa foi a 3.4.2, com -0,33. A razão para essa variação negativa é similar à observada anteriormente: companhias que antes recebiam notas máximas e não aderiam às práticas passaram a aderir, diminuindo o espaço amostral e resultando em uma média de respostas mais baixa. Por outro lado, somente a prática 3.1.1 apresentou um cenário diferente, com um aumento no número de companhias não aderentes, que obtiveram notas de satisfação inferiores, contribuindo para a queda na média.

Ao restringimos a amostra para apenas as companhias que justificaram em todos os três períodos, observamos um **aumento** na média geral das notas de satisfação das práticas para 0,18. Isso demonstra que a satisfação com a qualidade das respostas das companhias que explicam recorrentemente seus desvios do código tem crescido acima da média geral de respostas.

Em conclusão, a análise das práticas de a) concisão e clareza e b) satisfação nas justificativas fornecidas revela que a média geral das notas tenha se mantido mais próxima do satisfatório do que do oposto, e que houve ao menos estabilidade neste patamar, com melhora apenas moderada no caso de companhias que justificam seguidamente.

Como alerta, também foi identificado em ambos os indicadores algumas práticas com notas em decrescente na janela temporal analisada, ainda que muito em função de



companhias que deixaram de seguir essas práticas e passaram a receber notas mais baixas, o que afetou negativamente a média geral. Além disso, algumas companhias que inicialmente tinham notas próximas as máximas passaram a adotar as práticas, o que também contribuiu para a redução da média.

Esse quadro de estagnação na qualidade das justificativas é corroborado pelo critério “c)”, que examina qualitativamente dados referentes às explicações repetitivas. Utilizando o primeiro Informe como base e comparando-o com os Informes mais recentes, foram analisadas 901 explicações fornecidas sobre práticas não aderentes ou parcialmente aderentes. Observou-se que 750 dessas explicações, o que corresponde a 83%, apresentaram-se repetitivas em sua essência, mesmo que redigidas de maneiras distintas.

A elevada taxa de repetição nas explicações pode indicar uma padronização ou rigidez nas respostas das companhias aos requisitos de governança, sugerindo que as companhias não estão buscando aprimorar a qualidade da sua comunicação com os investidores, a despeito da possibilidade de estrutura de governança estabilizada.

Para uma análise mais consistente e menos pulverizada, optou-se por reunir as justificativas em princípios de governança, em vez de práticas individuais, dado que a amostra foi reduzida ao utilizar o primeiro informe como base.

Na tabela abaixo, apresentamos a distribuição das cinco maiores repetições por princípio de governança, destacando os que mais frequentemente aparecem nas justificativas repetidas.



Tabela 26 – Princípios de Governança com Maiores Índices de Repetição nas Justificativas

Princípio	Justificativas	Repetições	% de repetições
3.1 – Atribuições	45	42	93,33%
4.4 - Auditoria Interna	25	23	92,00%
1.1 - Estrutura Acionária	44	40	90,91%
3.4 - Remuneração da Diretoria	41	37	90,24%
3.3- Avaliação do Diretor-Presidente e da Diretoria	40	36	90,00%

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

Os percentuais de repetição variam entre 70,83% e 93,33%, indicando uma alta uniformidade nas justificativas apresentadas pelas companhias. O princípio 3.1 destaca-se com o maior percentual de repetições (93,33%), seguido pelo princípio 4.4 (92,00%) e o princípio 1.1 (90,91%).

O princípio 1.7 (Política de Destinação de Resultados) foi o que apresentou a menor taxa de repetição, mas ainda assim, o percentual foi significativo. Das 24 justificativas analisadas nos segundos e terceiros informes, 17, ou 70,83%, mostraram-se essencialmente repetitivas.

Além da análise de repetição da essência das explicações prestadas, a Clínica LAMCA também conduziu uma comparação entre os textos de tais explicações, com a finalidade de verificar o quanto a redação constante dos informes se repete. Para isso, utilizou-se a função **SequenceMatcher**, da biblioteca **difflib** da linguagem de programação Python, que permite a comparação de sequências de caracteres e determina, em termos percentuais, o grau de similaridade entre elas.

Os resultados revelam que, tanto do primeiro informe para o segundo quanto deste para o terceiro, as respostas apresentam uma média de similaridade textual de aproximadamente 77%, em linha com a análise em essência.

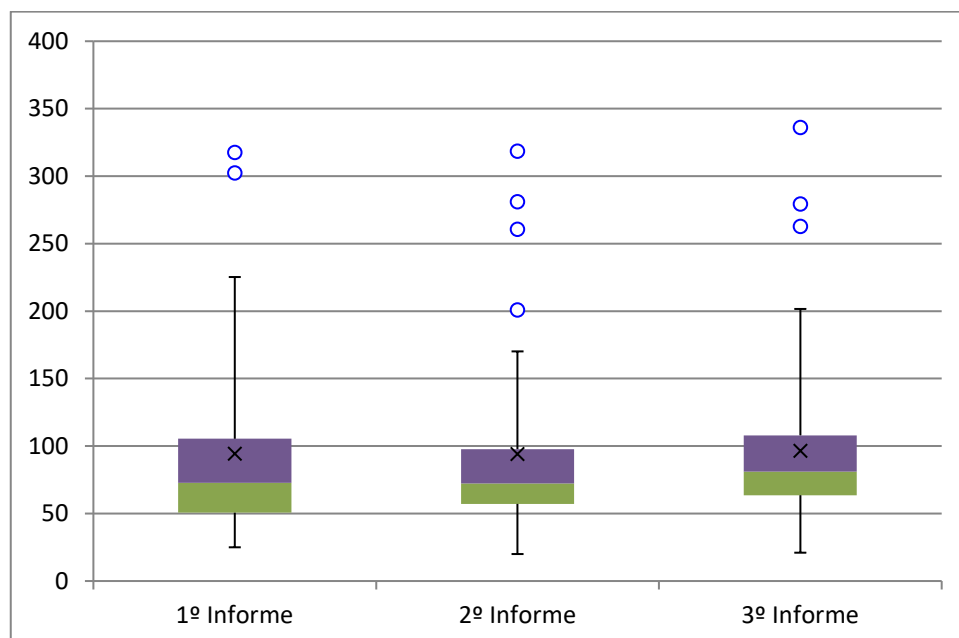


Para complementar esta visão, o critério “d)” aborda a contagem de palavras nas justificativas fornecidas. A amostra totalizou 1.402 respostas, com uma média de aproximadamente 108 palavras por resposta. A resposta mais extensa continha 897 palavras, enquanto a mais concisa tinha apenas 7 palavras.

Ao observar a média do tamanho das respostas por prática ao longo dos anos, notamos uma estabilidade, sendo a média geral de 108,15 palavras por prática. No primeiro informe, a média foi de 106,13 palavras, no informe intermediário, tivemos um pequeno aumento, com 108,07 palavras, e no informe mais recente, também houve esse pequeno aumento, tendo a média foi de 110,27 palavras.

Para ilustrar melhor a evolução da média das justificativas por práticas em termos de número de palavras ao longo dos informes, apresentamos a seguir um conjunto de box-plots.

Figura 1 - Evolução da Média do Tamanho das Respostas por Prática ao Longo dos Anos: Análise por Box-Plots



Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

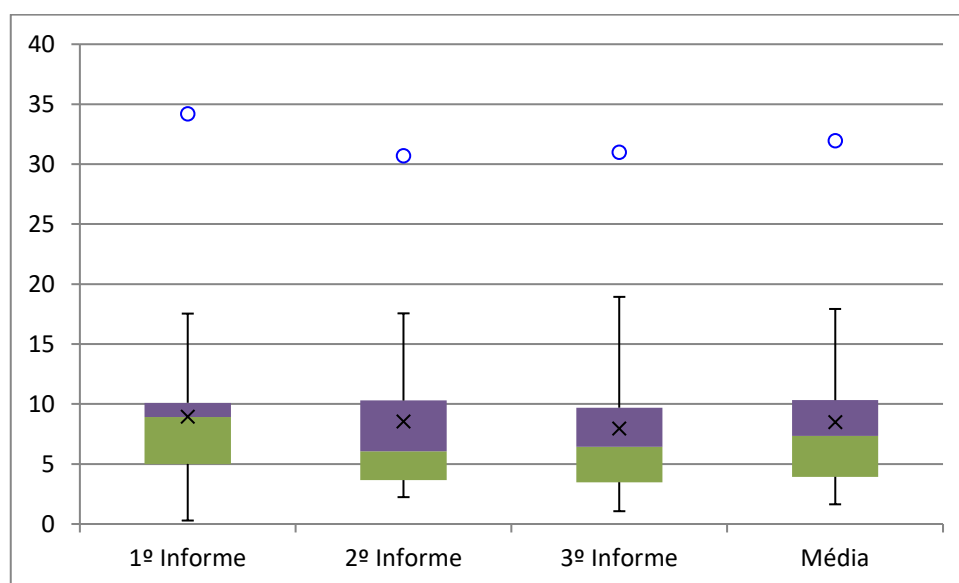
Os dados dos *box-plots* mostram a distribuição das justificativas em termos de número de palavras ao longo dos três informes, revelando estabilidade na média e na mediana



das palavras utilizadas. A dispersão dos dados, medida pelo desvio padrão, também se manteve relativamente constante, sugerindo que a variação em torno da média não sofreu grandes alterações. O número de *outliers* fora do intervalo interquartilício (IQR) também se manteve estável.

Em relação ao tempo de leitura, um tempo demasiadamente "longo" pode indicar que o disclosure não é eficaz. Logo, apresentamos o tempo médio de leitura do Informe em minutos¹³². A análise dos tempos de leitura dos informes, agrupados a partir das respostas das companhias, revela algumas tendências importantes. Ao longo dos três informes analisados, observa-se uma consistência nos tempos médios de leitura.

Figura 2 - Evolução da Média do tempo de leitura dos informes ao Longo dos Anos: Análise por Box-Plots



Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

Em relação ao tempo médio de leitura dos informes, observa-se uma leve variação entre os três anos, em torno da média geral de 8 minutos e 29 segundos. O tempo mínimo de leitura variou significativamente, indo de aproximadamente 17 segundos no 1º Informe

¹³² Com base no estudo de Marc Brysbaert, que estima uma taxa média de leitura silenciosa de 238 palavras por minuto (ppm) para textos de não-ficção, podemos aplicar essa métrica aos informes das companhias. Brysbaert, M. (2019), How Many Words Do We Read Per Minute? A Review and Meta-Analysis of Reading Rate.



a 2 minutos e 14 segundos 2º Informe e 1 minuto e 4 segundos no 3º Informe. Isso sugere que, em alguns casos, os informes podem ser lidos muito rapidamente, possivelmente devido à alta adesão e poucas explicações das companhias.

Somente uma companhia acabou sendo um *outlier*, que representou os tempos de leitura significativamente maiores, sendo o tempo médio de leitura de seu informe, 31 minutos e 57 segundos. Isso se deve a dois fatores, uma alta taxa de explicações (26 práticas não aderidas, em média por informe) e uma média de palavras por resposta alta (292,55).

Ao analisar as práticas individualmente, percebemos que as cinco práticas com as justificativas mais extensas, em termos de média de palavras, mostram consistência no ranking ao longo do tempo, com apenas uma alteração entre o primeiro e o segundo Informe: a prática 4.5.2 sendo substituída pela prática 5.3.2.

Tabela 27 - Variação Média de Palavras nas Justificativas das Práticas de Governança Mais Extensas por Informe

Prática	Primeiro Informe	Segundo Informe	Terceiro Informe	Variação no período	Descrição das práticas
2.1.1	317,64	318,46	336	18,31	O conselho de administração deve definir estratégias, avaliar riscos, estabelecer valores éticos, garantir transparência e revisar a governança anualmente. (Em resumo)
1.2.1	302,50	281	279,29	-23,21	Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.
1.1.1	225,27	260,73	262,77	37,50	O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.
4.1.1	204,11	200,95	166,44	-37,67	O comitê de auditoria deve assessorar o conselho, ser composto principalmente por membros independentes, ter um coordenador independente e um membro com experiência em contabilidade e auditoria, além de possuir orçamento para contratar consultores externos, quando necessário. (Em resumo)
4.5.2	190,29	88,43	91,29	-99	O conselho de administração deve garantir que a diretoria tenha mecanismos e controles internos para avaliar e controlar os riscos, mantendo-os dentro dos limites estabelecidos, incluindo um



Prática	Primeiro Informe	Segundo Informe	Terceiro Informe	Varição no período	Descrição das práticas
					programa de compliance para cumprir leis e normas. (Em resumo)
5.3.2	133,95	170,17	201,61	67,66	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. (Em resumo)

Fonte: Informe de Governança Corporativa, elaborado por LAMCA/CVM

Portanto, de maneira sumarizada, pode-se considerar que a qualidade do *disclosure* oferecido pelo Informe encontra-se estagnada em um patamar mais próximo aos níveis de maior qualidade do que aos níveis de menor qualidade.

V.3 - Indicador de Eficácia 3 – Evolução do acesso ao Informe de Governança

A transparência e a qualidade das justificativas estão diretamente ligadas à forma como as informações de governança são acessíveis e utilizadas pelo público investidor. Em decorrência, outro indicador de eficácia que podemos medir é a evolução do acesso do público interessado aos Informes de Governança. Esse indicador é interessante do ponto de vista desta ARR por permitir aferir a capacidade do produto disponibilizado (Informe de Governança Corporativa) em reduzir as assimetrias informacionais.

Para tanto, analisamos o acesso aos documentos disponibilizados no portal Empresas.NET (ENET) e no Portal de Dados Abertos da CVM. Esta análise se estende do período de janeiro de 2023 até maio de 2024 e inclui uma comparação com outros documentos obrigatórios. Os dados apresentados nas tabelas a seguir são referentes aos seguintes documentos: Informe de Governança, Formulário de Referência (FRE), Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Formulário de Informações Trimestrais (ITR).



Foram analisadas três métricas principais: i) quantidade de visualizações; ii) usuários únicos e iii) visualizações por usuário. A quantidade de visualizações refere-se ao número total de vezes que uma página específica foi visualizada dentro do período analisado. Os usuários únicos indicam o número distinto de indivíduos que acessaram a página, evitando uma contagem repetida de um mesmo usuário. Por fim, as visualizações por usuário representam a média de visualizações feitas por cada usuário único, fornecendo uma medida da frequência de acesso por parte dos usuários.

Os dados apresentados nas tabelas a seguir detalham essas métricas, permitindo uma comparação anual do acesso às informações de governança.

Tabela 28 - Estatísticas de Acesso aos Relatórios no ENET - Dados acumulados de 2023

Página	Quantidade de visualizações	Usuários	Visualizações por usuário
Informe de Governança	13.507	7.246	1,86
Formulário de Referência	1.354.661	20.901	64,81
Demonstrações Financeiras Padronizadas	1.505.353	63.776	23,6
Informações Trimestrais	491.964	13.518	36,39

Fonte: B3



Tabela 29 - Estatísticas de Acesso aos Relatórios no ENET - Dados de janeiro a maio de 2024

Página	Quantidade de visualizações	Usuários	Visualizações por usuário
Informe de Governança	8.824	4.350	2,03
Formulário de Referência	381.832	30.232	12,63
Demonstrações Financeiras Padronizadas	1.406.203	55.598	25,29
Informações Trimestrais	778.307	12.506	63,33

Fonte: B3

Conforme Tabela 27, em 2023, o Informe de Governança registrou um total de 13.507 visualizações e 7.246 usuários únicos, resultando em uma média de 1,86 visualizações por usuário. Similarmente, em 2024, a análise dos primeiros cinco meses mostra uma continuidade na tendência observada em 2023. Este nível de acesso, tanto em termos de quantidade de visualizações quanto de usuários únicos, foi consideravelmente menor em comparação com outros relatórios correlatos disponíveis na plataforma, sugerindo que o documento não possui o mesmo grau de interesse e engajamento por parte dos usuários na plataforma ENET.

No que abarca o Portal de Dados Abertos, durante o período de análise de 17 de março de 2023 até 17 de março de 2024, observamos o acesso a diferentes conjuntos de dados e informes. A tabela abaixo apresenta as métricas de visualizações e usuários para os documentos disponíveis:



Tabela 30 – Estatísticas de Acesso ao Informe de Governança Corporativa no portal de Dados Abertos

Página	Visualizações	Usuários	Visualizações por usuário
“Conjunto de dados” ¹³³	2708	841	3,22
Informe de Governança 2024	59	49	1,20
Informe de Governança 2023	332	234	1,42
Informe de Governança 2022	79	56	1,41
Informe de Governança 2021	27	23	1,17
Informe de Governança 2020	22	18	1,22
Informe de Governança 2019	38	32	1,19
TOTAL	3265	1253	2,61

Fonte: Portal Dados Abertos CVM. Dados coletados em 18 de março de 2024.

Assim como observado nos dados do ENET, a tabela mostra que os acessos aos documentos disponíveis foram relativamente baixos. O “conjunto de dados”, por compilar informações de vários anos, acabou sendo o mais acessado. Aqui, no total, os Informes de Governança Corporativa totalizaram 3.265 visualizações e 1.253 usuários únicos, resultando numa média de 2,60 visualizações por usuário.

Simultaneamente, para fornecer uma análise mais detalhada, foi realizado o somatório dos acessos ao Informe de Governança, tanto via ENET quanto via Portal de Dados Abertos. A tabela abaixo apresenta uma comparação entre os acessos ao Informe de Governança e outros documentos obrigatórios no ENET durante o ano de 2023.

¹³³ O “Conjunto de dados” mencionado na tabela 30 disponibiliza num único pacote os informes entregues nos **últimos cinco anos**.



Tabela 31 - Comparação de estatísticas de acesso (janeiro a dezembro de 2023) - Informe de Governança vs Outros Documentos

Página	Quantidade de visualizações	Quantidade de usuários	Visualizações por usuário
Informe de Governança	16.772	8.499	1,97
Formulário de Referência	1.354.661	20.901	64,81
Demonstrações Financeiras Padronizadas	1.505.353	63.776	23,6
Informações Trimestrais	491.964	13.518	36,39

Fonte: B3 e Portal de Dados Abertos da CVM

Mesmo ao somar os acessos de ambas as fontes, o Informe de Governança teve 16.772 visualizações e 8.499 usuários únicos, resultando numa média de acessos por usuário único (1,97) muito menor do que os acessos aos demais documentos, em especial em relação ao Formulários de Referência (64,81).

Portanto, é claro que, apesar dos esforços para melhorar a o acesso e a qualidade das informações de governança corporativa, o Informe ainda enfrenta desafios consideráveis em termos de visibilidade e de número de acessos.



VI - Conclusões e propostas

Atualmente, os códigos de melhores práticas de governança corporativa são uma característica em comum da maioria das regras de listagem de mercados organizados de bolsas ao redor do mundo ou então do arcabouço regulatório corporativo nacional nas jurisdições.

Tais códigos geralmente seguem o modelo de "Pratique ou explique" ou alguma variação próxima, sendo que no Brasil, o Informe de Governança Corporativa, refletindo o conteúdo do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (CGBC), foi introduzido em nosso arcabouço regulatório em junho de 2017 pela Instrução CVM 586.

Tal Código foi concebido não para mitigar diretamente os problemas regulatórios originários, referentes à temática da governança corporativa propriamente dita, mas para endereçar diversas questões que podem ser relacionadas à assimetria informacional entre companhias e investidores (e diversos tipos de investidores na cadeia de controle), no que se refere a tais problemas originários.

Entretanto, é inegável que ao mitigar o problema da assimetria informacional, o CBGC cria, indiretamente, condições que favorecem a mitigação dos problemas regulatórios originários, através do aumento das condições de avaliação e fiscalização dos acionistas e demais stakeholders acerca das práticas de governança corporativa das companhias, fomentando o compliance e a aderência às boas práticas sinalizadas.

Com respeito a sua capacidade de induzir comportamentos desejados por parte das companhias abertas, a análise realizada mostrou que 77,7% das práticas do CBGC já possuem algum nível de sobreposição normativa, em especial com o Formulário de Referência 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 sobreposições com práticas previstas em Leis Federais (9,3%), e pode ser considerado um estímulo secundário para práticas que ou já são estimuladas independentemente, via divulgações do FRE (57,4%) ou via adesão segmentos de listagem (11,1%).



No entanto, indo além da mera sobreposição temática, acrescenta-se que as divulgações do Informe de Governança Corporativa podem ir além daquelas exigidas pelo FRE, fornecendo análises resumidas acerca da informação base disponibilizada. Ou seja, sob esse ângulo, a ineficiência normativa verificada é parcialmente mitigada.

Com respeito à adequação da estrutura de divulgação do CGBC em relação aos principais *benchmarks* regulatórios internacionais, não foi verificada homogeneidade em âmbito internacional.

No que abarca uma comparação com os modelos adotados por jurisdições estrangeiras, num comparativo com 26 jurisdições, verificou-se que a forma mais comum de divulgação das informações acerca de governança corporativa é sua inclusão dentro dos Relatórios Anuais das companhias (14), ainda que uma parte significativa (12) opte por divulgar essas informações em formulários apartados.

Nesse sentido, o Brasil não se encontra isolado, muito embora possa ser argumentado que a divulgação em conjunto com o Relatório Anual seja uma tradição de mercados considerados mais desenvolvidos, tais como Reino Unido, Singapura e Suíça.

A análise também considerou se havia alguma diferenciação na adesão ao código de governança corporativa por segmento. Na maioria dos países (21), não há distinção entre segmentos de listagem, sendo que todas as companhias abertas com ações listadas são incentivadas ou obrigadas a usar o código, conforme as regras locais. Lembramos que no Brasil, são as companhias abertas emissoras de ações e equivalentes (Categoria A) as quais estão sujeitas ao CBGC, nos moldes “pratique ou explique”.

Outro fato notável na análise comparada é o de que no Brasil não está prevista uma rotina de avaliação e atualização do CBGC. A entidade responsável pela elaboração do Código brasileiro não possui agenda regular, ao passo que nas demais jurisdições analisadas em detalhe com mais profundidade, as organizações responsáveis possuem atividades regulares.

No que se refere a eficácia do ponto de vista das companhias, o nível de “*comply*” das companhias às práticas recomendadas pelo Código foi considerado um indicador útil aos propósitos dessa ARR na medida em que um dos objetivos regulatórios do Informe



consistia em estimular a aderência às boas práticas de governança, seja por conscientização ou pelo efeito de “comparação com os pares” proporcionada pela transparência informacional.

A análise dos dados indica uma tendência geral de aumento nas respostas "Sim", mostrando um crescimento na adesão às boas práticas de governança ao longo dos anos. Em 2019, o percentual de compliance agregado das respostas era de 50,62%, crescendo para 65,53% em 2023, com **todas** as práticas e **todos** os capítulos registrando aumento percentual nas respostas "Sim". Deve ser ressaltado, no entanto, que a melhoria observada pode ser correlacionada ao aprimoramento de outros instrumentos de estímulo à governança corporativa, especialmente no segmento de listagem Novo Mercado, o qual ganhou peso no conjunto de companhias abertas no período.

Como ressalvas adicionais, algumas práticas ainda enfrentam desafios persistentes, com taxas de compliance abaixo de 30% em certos casos. Aqui, o rol das práticas menos adotadas em 2019 manteve-se praticamente intacto em 2023, apesar do aumento do compliance de todas elas. Aponta-se, em complemento, que a prática 2.2.1, a qual recomenda que o Conselho de Administração seja majoritariamente composto por membros externos, com pelo menos um terço independente, foi a menos adotada no período.

Finalmente, a alta incidência de respostas "Não se Aplica" em algumas práticas específicas sugere que algumas delas podem não ser relevantes ou aplicáveis a todas as companhias, podendo ser reavaliadas.

Acerca da eficácia do ponto de vista dos investidores e outros stakeholders usuários do Informe, pode-se comentar acerca da análise de fatores associados à qualidade do preenchimento.

A avaliação da qualidade da informação abordou as justificativas fornecidas por cada companhia levando em conta os seguintes critérios: a) clareza e concisão; b) satisfação com as explicações apresentadas; c) repetição das respostas anteriores, mesmo que reescritas de forma diferente; e d) número de palavras em cada explicação.



Dessa maneira, em relação ao critério (“a”) de clareza e concisão, a média das notas atribuídas às justificativas fornecidas para as respostas “Não” ou “Parcialmente” foi de **3,86/5**, mantendo-se relativamente estável ao longo da janela de três informes avaliados para cada companhia. Salienta-se ainda que **não** há práticas com notas médias consideradas insatisfatórias nesse critério, e que ao considerar apenas as companhias que forneceram justificativas em todos os três períodos, observamos uma leve melhora na média geral das notas, com um aumento de 0,10.

Como um alerta, foi possível observar práticas as quais observaram sua nota média decrescendo na janela temporal analisada. Observou-se também a reincidência da prática 1.5.1¹³⁴, que já havia sido destacada anteriormente no Indicador de Eficácia 1 como uma das piores práticas em termos de compliance.

Por sua vez, a variação negativa nas notas das práticas pode ser atribuída a companhias que deixaram de seguir essas práticas e passaram a receber notas baixas, o que afetou negativamente a média geral. Além disso, algumas companhias que inicialmente tinham notas próximas às máximas passaram a adotar as práticas, o que também contribuiu para a redução da média.

Em relação ao critério de satisfação (“b”), a média das notas atribuídas às justificativas fornecidas para as respostas “Não” ou “Parcialmente” foi de **3,43/5**, número estável no período analisado. Identificou-se que há uma correlação moderadamente positiva na percepção de respostas que atendem simultaneamente aos critérios de concisão e satisfação em função dos desafios informacionais particulares, ao passo que o mero número de palavras é menos determinante nesse sentido.

Como alertas, vale a pena mencionar que houve práticas com notas consideradas mais próximas de patamares insatisfatórios do que satisfatórios. Por exemplo, a prática 5.2.2¹³⁵, que obteve a menor média de satisfação (2,30), destacou-se negativamente

¹³⁴ “O estatuto da companhia deve estabelecer a oferta pública de aquisição de ações para alienação do controle acionário e a manifestação dos administradores sobre reorganizações e mudanças de controle”.

¹³⁵ “As regras de governança devem exigir que qualquer pessoa envolvida em discussões ou deliberações e com conflito de interesses declare seu conflito de forma tempestiva. Se a pessoa não o fizer, outra pessoa, ao tomar conhecimento, deve fazê-lo. Após a identificação do conflito,



tanto em termos de satisfação quanto de concisão. De forma semelhante, a prática 2.4.1¹³⁶, que também apresentou uma das piores taxas de compliance, foi classificada entre as práticas com menor satisfação.

Novamente, ao restringimos a amostra para apenas as companhias que justificaram em todos os três períodos, observamos um leve **aumento** na média geral das notas de satisfação. Isso demonstra que a satisfação com a qualidade das respostas das companhias que explicam recorrentemente seus desvios têm crescido acima da média geral de respostas.

Esse quadro de estagnação na qualidade das justificativas é corroborado pelo critério (“c”), que examina qualitativamente dados referentes às explicações repetitivas. Utilizando o primeiro Informe como base e comparando-o com os Informes mais recentes, observou-se que 83% das mesmas apresentaram-se repetitivas em sua essência, mesmo que redigidas de maneiras distintas.

Esse resultado foi corroborado por uma análise complementar mostrando que tanto do primeiro informe para o segundo quanto deste para o terceiro, as respostas apresentam uma média de similaridade textual de aproximadamente 77%, em linha com a análise em essência.

Para complementar esta visão, o critério “d)” aborda a contagem de palavras nas justificativas fornecidas. Ao observar a média do tamanho das respostas por prática ao longo dos anos, notamos uma estabilidade, sendo a média geral de 108,15 palavras por prática. Em relação ao tempo de leitura, um tempo demasiadamente “longo” pode indicar que o *disclosure* não é eficaz. Ao longo dos três informes analisados, observa-se uma consistência nos tempos médios de leitura em torno da média geral de 8 minutos e 29 segundos.

a pessoa em questão deve se afastar das discussões, sendo esse afastamento registrado em ata.”

¹³⁶ “A companhia deve realizar anualmente um processo de avaliação de desempenho, abrangendo o conselho de administração e seus comitês como órgãos colegiados, o presidente do conselho de administração, os conselheiros individualmente, e a secretaria de governança, se houver.”



Portanto, a despeito de um posicionamento dos subindicadores em patamares mais próximos dos aceitáveis do que do oposto, o estudo revelou uma estagnação nos quesitos de clareza, concisão e satisfação gerada pelas explicações, inclusive identificando uma persistente e elevada taxa de repetições na essência. Esse cenário sugere que as companhias adotaram um modelo fixo para justificar suas práticas, mantendo a qualidade das justificativas ou a estrutura de governança sem evoluções incrementais.

Além disso, a análise do acesso do público ao Informe revelou um baixo engajamento em comparação com outros documentos estruturados, como o Formulário de Referência e as Demonstrações Financeiras Padronizadas.

Para fornecer uma análise mais detalhada, foi realizado o somatório dos acessos ao Informe de Governança, tanto via sistema Empresas.Net (ENET) quanto via Portal de Dados Abertos. Mesmo ao somar os acessos de ambas as fontes, em 2023 o Informe de Governança teve 16.772 visualizações e 8.499 usuários únicos, resultando numa média de acessos por usuário único (1,97) muito menor do que os acessos aos Formulários de Referência (64,81), por exemplo.

Portanto, conclui-se em linhas gerais que, muito embora as companhias estejam cada vez mais aderindo às práticas recomendadas, conforme indicado pelo aumento no percentual de compliance, a evolução qualitativa das justificativas mantém-se estagnada em níveis minimamente satisfatórios e que o engajamento do público permanece aquém do esperado.

Isto é, conclui-se que a introdução do normativo possui alguma positiva para fins de eficácia, porém de maneira relativamente limitada.

As conclusões acerca de cada bloco de análise podem se resumidas através da seguinte tabela:

Bloco de Análise	Conclusões
Indicador de Eficiência 1 - Percentual de sobreposição	A análise mostra que 77,7% das práticas do CBGC possuem atualmente algum nível de sobreposição normativa. Ou seja, o potencial do para incentivar o aprimoramento das práticas de governança corporativa foi bastante reduzido, ao longo do tempo, devido a sobreposições com práticas



Bloco de Análise	Conclusões
normativo das práticas do CBGC, por capítulo	<p>previstas em Leis Federais (9,3%) ou que já são estimuladas por meio de divulgações previstas no FRE (57,4%) ou da adesão segmentos de listagem (11,1%).</p>
Análise de Benchmark Internacional	<p>Em um comparativo com 26 jurisdições, verificou-se que a forma mais comum de divulgação das informações acerca de governança corporativa é sua inclusão dentro dos Relatórios Anuais das companhias (14). No entanto, uma parte significativa (12) opta por divulgar essas informações em formulários apartados. Nesse sentido, o Brasil não se encontra isolado, muito embora possa ser argumentado que a divulgação em conjunto com o Relatório Anual seja uma tradição de mercados desenvolvidos, tais como Reino Unido, Singapura e Suíça.</p> <p>Outro fato notável na análise comparada é o de que no Brasil não está prevista uma rotina de avaliação e atualização do CBGC. A entidade responsável pela elaboração do Código não possui agenda regular, ao passo que nas demais jurisdições analisadas com mais profundidade, as organizações responsáveis possuem atividades regulares.</p>
Indicador de Eficácia 1 – Evolução do nível de compliance ao Código	<p>Tendência geral de aumento nas respostas "Sim", mostrando um crescimento na adesão às boas práticas de governança ao longo dos anos. Em 2019, o percentual de compliance agregado das respostas era de 50,62%, crescendo para 65,53% em 2023, com todas as práticas e todos os capítulos registrando aumento percentual nas respostas "Sim". Deve ser ressaltado, no entanto, que a melhoria observada pode ser correlacionada ao aprimoramento de outros instrumentos de estímulo à governança corporativa, especialmente no segmento de listagem Novo Mercado, o qual ganhou peso no conjunto de companhias abertas no período.</p> <p>Como ressalvas adicionais, algumas práticas ainda enfrentam desafios persistentes, com taxas de compliance abaixo de 30% em certos casos (por exemplo, prática 2.2.1, que exige que o estatuto garanta maioria externa no conselho, com ao menos um terço de membros independentes e a divulgação anual de possíveis comprometimentos dessa independência, como vínculos com a companhia ou mandatos excessivos). Finalmente, a alta incidência de respostas "Não se Aplica" em algumas práticas específicas sugere que algumas delas podem não ser relevantes ou aplicáveis a todas as companhias, podendo ser reavaliadas. Exemplos disso incluem as práticas 1.8.1, com 94,2% de respostas "Não se Aplica", que trata da identificação do interesse público no estatuto de sociedades de economia mista, e a prática 1.8.2, com 92,3% de respostas "Não se Aplica", que exige que o conselho de administração monitore as atividades da companhia e estabeleça controles internos para apurar os custos do atendimento ao interesse público e o eventual ressarcimento à companhia ou aos acionistas pelo acionista controlador.</p>



Bloco de Análise	Conclusões
<p>Indicador de Eficácia 2 – Evolução da qualidade do disclosure</p>	<p>A despeito de um posicionamento dos subindicadores em patamares mais próximos dos aceitáveis do que do oposto, o estudo revelou uma estagnação nos quesitos de clareza, concisão e satisfação gerada pelas explicações, inclusive identificando uma persistente e elevada taxa de repetições na essência. Esse cenário sugere que as companhias adotaram um modelo fixo para justificar suas práticas, mantendo a qualidade das justificativas ou a estrutura de governança sem evoluções incrementais.</p> <p>Como alertas, vale a pena mencionar que houve práticas com notas consideradas mais próximas de patamares insatisfatórios do que satisfatórios. Por exemplo, a prática 5.2.2, que obteve a menor média de satisfação (2,30), destacou-se negativamente tanto em termos de satisfação quanto de concisão. Essa prática exige que as regras de governança da companhia sejam públicas e determinem a manifestação imediata de conflitos de interesse pelos envolvidos, com registro do afastamento temporário nas discussões. De forma semelhante, a prática 2.4.1, que também apresentou uma das piores taxas de compliance, foi classificada entre as práticas com menor satisfação. Ela exige que a companhia implemente um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração, seus comitês, o presidente do conselho e seus conselheiros.</p>
<p>Indicador de Eficácia 3 – Evolução do acesso ao Informe de Governança</p>	<p>A análise do acesso do público ao Informe revelou um baixo engajamento em comparação com outros documentos estruturados, como o Formulário de Referência e as Demonstrações Financeiras Padronizadas. Mesmo ao somar os acessos de ambas as fontes (ENET + Portal de Dados Abertos), em 2023 o Informe de Governança teve 16.772 visualizações e 8.499 usuários únicos, resultando numa média de acessos por usuário único (1,97) muito menor do que os acessos aos Formulários de Referência (64,81), por exemplo.</p>

Portanto, conclui-se em linhas gerais que, muito embora as companhias estejam aderindo mais às práticas recomendadas, conforme indicado pelo aumento no percentual de compliance, a evolução qualitativa das justificativas mantém-se estagnada em níveis minimamente satisfatórios e que o engajamento do público permanece aquém do esperado¹³⁷.

¹³⁷ Tais conclusões também levam em conta interações com algumas das entidades que participaram da elaboração do CBGC. Mais especificamente, a equipe técnica interagiu no primeiro semestre de 2024 com membros do IBGC, ANBIMA, ABRASCA, IBRI, AMEC, BNDES, B3, APIMEC e PREVI para colher impressões qualitativas acerca da evolução da eficácia normativa.



Isto é, conclui-se que a introdução do normativo possui alguma positiva para fins de eficácia, porém de maneira relativamente limitada.

Tendo todo esse material em vista, a ARR finaliza contendo as seguintes propostas:

1. Revisar o conteúdo divulgado por meio do Informe de Governança, integrando as informações ainda cabíveis ao Formulário de Referência, intentando: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) reduzir custos de observância, do lado das companhias e dos investidores; iii) fornecer maior visibilidade ao *disclosure* de governança corporativa, utilizando a maior exposição relativa do Formulário de Referência; iv) maior aderência às práticas de jurisdições consideradas economicamente mais desenvolvidas e com maior tradição na temática de governança corporativa.
2. Revisão da estrutura de governança associada ao CBGC, buscando promover uma rotina de avaliação e atualização tempestiva do Código e do regime de *disclosure*, a fim de: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) tornar o conteúdo do Código atualizado em relação aos desdobramentos na temática de governança corporativa.
3. Avaliar internamente a incorporação das informações do CBGC ao regime de supervisão ordinária da CVM, tomando como base alguns dos achados desta ARR, em especial acerca de companhias e práticas de governança com menores taxas de *compliance* ou menor qualidade de *disclosure*.



VII - Referências Bibliográficas

AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. **Codes of Good Governance**. Corporate Governance: An International Review, v. 17, n. 3, p. 376–387, maio 2009.

ALEMANHA. **Stock Corporation Act** of 6 September 1965 (Federal Law Gazette I, p. 1089), as last amended by Article 7 of the Act of 22 February 2023 (Federal Law Gazette 2023 I no. 51). Aktiengesetz – Aktg. Disponível em: <https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html>. Acesso em: 02 jul. 2024.

ALEMANHA. **German Corporate Governance Code 2022**. Disponível em: <https://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/en/download/code/220627_German_Corporate_Governance_Code_2022.pdf>. Acesso em: 02 jul. 2024.

ALTINTAŞ, N. N. **Evolution of corporate governance in the United States of America**. Sosyal Bilimler Dergisi, v. 2010, n. 2, p. 153-161, 2010.

ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVÉES (AFEP); MOUVEMENT DES ENTREPRISES DE FRANCE (MEDEF). **Corporate Governance Code of Listed Corporations**. 2022. Disponível em: <https://afep.com/wp-content/uploads/2022/12/Afep_Medef_Code_revision_2022_version_EN_.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2024

AUSTRALIAN SECURITIES EXCHANGE. **Corporate Governance Principles and Recommendations**. 4th ed. Sydney: ASX Corporate Governance Council, fev. 2019. Disponível em: <<https://www.asx.com.au/content/dam/asx/about/corporate-governance-council/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2024.

AUSTRIAN WORKING GROUP FOR CORPORATE GOVERNANCE. **Austrian Corporate Governance Code**. Jan. 2023. Disponível em: <<https://www.corporate-governance.at/uploads/u/corpgov/files/code/corporate-governance-code-012023.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2024

B3. **Estrutura Normativa de Listagem**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em: 25 out. 2024.

BACHMANN, G. **Why Is There No U.S. Code of Corporate Governance? – Some comparative observations on corporate governance regulation**. In: BACHMANN, G. et al. (Ed.). Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020. [s.l.] De Gruyter, 2020. p. 495–520. Disponível em: <<https://doi.org/10.1515/9783110619805-032>>

BAINBRIDGE, S. M. **The corporate governance provisions of Dodd-Frank**. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-14, out. 2010.



BÉLGICA. **THE 2020 BELGIAN CODE ON CORPORATE GOVERNANCE**. 2020.

Disponível em:

<https://corporategovernancecommittee.be/assets/pagedoc/2003973319-1651062453_1651062453-2020-belgian-code-on-corporate-governance.pdf>. Acesso em: 03 jul. 2024.

BEYENBACH, J. et al. **Kodexakzeptanz 2019: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex** (Code Compliance 2019: Analysis of the Declarations of Conformity with the German Corporate Governance Code). Rochester, NY: Social Science Research Network, 20 abr. 2019. Disponível em:

<<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3391284>>. Acesso em: 03 jul. 2024

BLOCK, D.; GERSTNER, A.M. **One-tier vs. two-tier board structure: a comparison between the United States and Germany**. In: Comparative Corporate Governance and Financial Regulation, n. 1, 2016.

BRASIL. **Decreto Nº 8.945**, DE 27 DE DEZEMBRO DE 2016. Regulamenta a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias. Brasília, 27 dez. 2016. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Decreto/D8945.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 07 dez. 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.

BRASIL. **Lei nº 13.165**, de 29 de setembro de 2015. Altera as Leis nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, e nº 4.737, de 15 de julho de 1965, para reduzir os custos das campanhas eleitorais, simplificar a administração dos partidos políticos e incentivar a participação feminina. Brasília, 29 set. 2015. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13165.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.

BRASIL. **Lei nº 13.303**, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília, Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.



BRASIL. **Lei nº 14.195**, de 26 de agosto de 2021. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, e institui o voto plural. Brasília, 26 ago. 2021. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm>. Acesso em: 20 mai. 2024.

BROWN Jr., J. Robert. **Corporate Governance, the Securities and Exchange Commission, and the Limits of Disclosure**. Catholic University Law Review, v. 57, n. 1, p. 45, 2008. Disponível em: <<https://scholarship.law.edu/lawreview/vol57/iss1/3>>. Acesso em: 04 jul. 2024.

BRYLSBAERT, M. **How many words do we read per minute? A review and meta-analysis of reading rate**. Journal of Memory and Language, v. 109, dez. 2019.

BUCK, T.; SHAHRIM, A. **The translation of corporate governance changes across national cultures: the case of Germany**. Journal of International Business Studies, v. 36, n. 1, p. 42–61, jan. 2005.

CADBURY COMMITTEE. **The Financial Aspects of Corporate Governance**. Reprinted ed. London: Gee, dez. 1992.

CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION. **Russian Corporate Governance Code**. 2020. Disponível em: <https://www.cbr.ru/content/document/file/116462/code_21122020.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE ARGENTINA (CNV). **Código de Gobierno Societario**. 2023. Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/vf_codigo_de_gobierno_societario_-_8.2.22.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV). **Código de Buen Gobierno**. Junho de 2020. Disponível em: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **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>>. Acesso em: 25 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução 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. Resolução CVM. Disponível em:



<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>>. Acesso em: 25 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 168**, de 20 de setembro de 2022. Altera as Resoluções CVMº 59, de 22 de dezembro de 2021, e 80, de 29 de março de 2022. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol168.html>>. Acesso em: 25 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 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>>. Acesso em: 25 out. 2024

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM 480**, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20o%20registro%20de,134%2F90%3B%20o%20art>>. Acesso em: 25 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM 586**, de 08 de junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>>. Acesso em: 25 out. 2024.

CROATIAN FINANCIAL SERVICES SUPERVISORY AGENCY (HANFA); ZAGREB STOCK EXCHANGE. **Zagreb Stock Exchange Corporate Governance Code**. 2019. Disponível em: <https://www.hanfa.hr/media/faogabha/zse_kodeks_eng.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

CYPRUS STOCK EXCHANGE. **Corporate Governance Code**. 2024. Disponível em: <<https://www.cse.com.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=15ec00a6-6dad-49c5-86ba-3447c0ee77c0>>. Acesso em: 20 mai. 2024

DAS, P. **Were the UK Corporate Governance Committees a Success**. SSRN Electronic Journal, 2019. Disponível em:

<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3373173>. Acesso em: 25 out. 2024.



DINAMARCA. **Danish Recommendations on Corporate Governance**. 2020. Disponível em: <<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/2023-08/Danish-recommendations-corporate-governance-02122020.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2024.

DU PLESSIS, J. **The German Two-Tier Board and the German Corporate-Governance Code**. *European Business Law Review*, v. 15, n. Issue 5, p. 1139–1164, 1 nov. 2004.

EGYPTIAN INSTITUTE OF DIRECTORS. **Egyptian Corporate Governance Code**. 2016. Disponível em: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/egypt_cg_code.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

ESTADOS UNIDOS. Public Law nº 73-22, de 27 de maio de 1933. To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes. **Securities Act of 1933**. Washington, D.C. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

ESTADOS UNIDOS. Public Law nº73-291, de 6 de junho de 1934. To provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes. **Securities Exchange Act of 1934**. Washington, D.C. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>>. Acesso em: 10. mai. 2024.

ESTADOS UNIDOS. Public Law nº 107-204, de 30 de julho de 2002. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. **Sarbanes Oxley Act: Corporate responsibility**. Washington, D.C., Disponível em: <[https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes Oxley Act of 2002.pdf](https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf)> . Acesso em: 10 mai. 2024.

ESTADOS UNIDOS. Public Law nº 111-203, de 21 de julho de 2010. To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail," to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes. **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. Washington, D.C. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

ESTADOS UNIDOS. **17 CFR Part 229 – PART 229—Standard Instructions for Filing Forms under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy**



Policy and Conservation Act of 1975—Regulation S-K. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-229>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook (DTR)**. 2016. Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **UKLR UK Listing Rules**. 2024. Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR/1/?view=chapter>>. Acesso em: 01 out. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Improving the quality of “comply or explain” reporting**. Fev. 2021. Disponível em: <[https://media.frc.org.uk/documents/Improving the Quality of Comply or Explain Reporting.pdf](https://media.frc.org.uk/documents/Improving_the_Quality_of_Comply_or_Explain_Reporting.pdf)>. Acesso em: 14 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Review of Corporate Governance Reporting 2021**. Nov. 2021. Disponível em: <https://media.frc.org.uk/documents/FRC_Review_of_Corporate_Governance_Reporting_November_2021.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Review of Corporate Governance Reporting 2022**. Nov. 2022. Disponível em: <[https://media.frc.org.uk/documents/Review of Corporate Governance Reporting 2022.pdf](https://media.frc.org.uk/documents/Review_of_Corporate_Governance_Reporting_2022.pdf)>. Acesso em: 14 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Review of Corporate Governance Reporting 2023**. Nov. 2023. Disponível em: <https://media.frc.org.uk/documents/Review_of_Corporate_Governance.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **UK Corporate Governance Code 2024 Key Changes**. 2024. Disponível em: <[https://media.frc.org.uk/documents/UK Corporate Governance Code 2024 Key Changes.pdf](https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_Key_Changes.pdf)>. Acesso em: 13 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Disclosure of Corporate Governance arrangements and overlap with the FCA Handbook**. Disponível em: <<https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/corporate-governance-code-guidance/#section.6688abfb>>. Acesso em: 13 mai. 2024.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL OF NIGERIA (FRC). **Nigerian Code of Corporate Governance 2018**. Disponível em: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/nccg_2018.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.



FINANCIAL REPORTING COUNCIL OF NIGERIA (FRC). **Frequently Asked Questions on the Nigerian Code of Corporate Governance (NCCG) 2018**. 7 jul. 2022. Disponível em: <<https://frcnigeria.gov.ng/faqs/>>. Acesso em: 20 mai. 2024

FINANCIAL SERVICES AGENCY; TOKYO STOCK EXCHANGE. **Establishment of “Council of Experts Concerning the Follow-up of Japan’s Stewardship Code and Japan’s Corporate Governance Code”**. 07 ago. 2015. Disponível em: <<https://www.jpix.co.jp/english/equities/listing/cg/b5b4pj000004wx3w-att/20150807-2.pdf>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

FINANCIAL SERVICES AGENCY. **Revisions of Japan’s Corporate Governance Code and Guidelines for Investor and Company Engagement**. 06 abr. 2021. Disponível em: <<https://www.fsa.go.jp/en/news/2021/20210406/01.pdf>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

GT INTERAGENTES. IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (org.). **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas**. São Paulo, 2016. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasileiro_deGovernanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em: 06 mai. 2024.

INSTITUTE OF DIRECTORS IN SOUTH AFRICA. **King IV Frequently Asked Questions**. Out. 2022. Disponível em: <https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/collection/04630F89-33B7-43E7-82B3-87833D1DC2E3/King_IV_Frequently_Asked_Questions.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 6.ed. São Paulo: IBGC, 2023.

INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD. **IFRS S1 - General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information**. Jun. 2023. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf?bypass=on>>. Acesso em: 25 out. 2024.

INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD. **IFRS S2 – Climate-related Disclosures**. Jun. 2023. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s2-climate-related-disclosures.pdf?bypass=on>>. Acesso em: 25 out. 2024.



ITALIAN CORPORATE GOVERNANCE COMMITTEE. **Italian Corporate Governance Code**. Jan. 2020. Disponível em: <<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020eng.en.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2024.

JAPÃO. **Japan's Corporate Governance Code (Revised Edition)**. 11 jun. 2021. Disponível em: <<https://www.jpix.co.jp/english/news/1020/b5b4pj0000046kxj-att/b5b4pj0000046l0c.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305–360, out. 1976.

JERZEMOWSKA, M.; KOYAMA, Y. **The board as an example of Japanese corporate governance system hybridization: An outline of the problem**. Economics & Sociology, v. 13, n. 3, p. 171–202, set. 2020.

JUNGMANN, C. **The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany** –. ecf, v. 3, n. 4, p. 426–474, 19 dez. 2006.

KOSTIANTYN, O. **Japan's Corporate Governance Reforms: Effects on Corporate Dynamics and Labor-Related Repercussions**. University of Tsukuba. 25 set. 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.15068/00153821>>. Acesso em: 30 out. 2024.

KPMG. **Revised UK Corporate Governance Code**. [s.d.]. Disponível em: <<https://kpmg.com/ie/en/home/insights/2024/04/revised-uk-corporate-governance-code-consulting.html>>. Acesso em: 13 mai. 2024.

LIANG, H.; RENNEBOOG, L. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper, n. 701/2020, 24 set. 2020. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3698631>>. Acesso em: 17 jul. 2024.

LUXEMBURGO. **X Principles of Corporate Governance**. Dez. 2017. Disponível em: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/2018_01_x_principles_bo_rse_lux_-_corporate_governance_luxse_en_2018.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

MILHAUPT, C. **Evaluating Abe's Third Arrow: How Significant are Japan's Recent Corporate Governance Reforms?** SSRN Electronic Journal, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.2139/ssrn.2925497>>. Acesso em: 14 mai. 2024.

MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (MAS). **Code of Corporate Governance**. 11 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/news-and-publications/code-of-corporate-governance-6-aug-2018-revised-11-jan-2023.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2024.



MONITORING COMMITTEE CORPORATE GOVERNANCE CODE. **Dutch Corporate Governance Code**. 20 dez. 2022. Disponível em:

<<https://www.mccg.nl/binaries/mccg/documenten/codes/2022/12/20/dutch-corporate-governance-code-2022/Dutch+Corporate+Governance+Code+2022.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2024.

NASDAQ. **NASDAQ Corporate Governance Certification Form**. [s.d.]. Disponível em:

<<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Corporate%20Governance%20Certification%20Form%20Preview.pdf>>. Acesso em: 03 mai. 2024.

NASDAQ. **Rulebook - The Nasdaq Stock Market**. Disponível em:

<<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules>>. Acesso em: 03 mai. 2024.

NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE). **NYSE Domestic Company Initial/Annual Written Affirmation**. Disponível em:

<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/NYSE_Domestic_Company_Initial-Annual_Written_Affirmation_303A.pdf>. Acesso em: 03 mai. 2024.

NEW YORK STOCK EXCHANGE. **NYSE Listed Company Manual**. New York: New York Stock Exchange, 2003. Disponível em: <<https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

NORWEGIAN CORPORATE GOVERNANCE BOARD (NUES). **The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance**. 14 out. 2021. Disponível em:

<<https://nues.no/wp-content/uploads/2021/10/2021-10-14-The-Norwegian-Code-of-Practice-for-Corporate-Governance.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2024.

OCDE. **Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE Publishing, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 05 ago. 2024.

OCDE. **Corporate Governance Factbook 2023**. Paris: OCDE Publishing, 2023. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/6d912314-en>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

O'HARE, J. **Don't forget the "G" in ESG: the SEC and corporate governance disclosure**. Arizona Law Review, v. 64, p. 217, 2022. Disponível em:

<<https://ssrn.com/abstract=4096111>>. Acesso em: 10 mai. 2024.

OLEJKO, K. **Corporate governance w teorii i praktyce: wybrane problemy**.

Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2022. Disponível em: <https://sbc.org.pl/Content/614982/Olejko_publicacja.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2024.

RAMIREZ, S. A. **The End of Corporate Governance Law: Optimizing Regulatory Structures for a Race to the Top**. Yale Journal on Regulation, v. 24, n. 2, 2007.

Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1016921>>. Acesso em: 30 out. 2024.



RAPP, M. S.; SPERLING, M. O. **Der Deutsche Corporate Governance Kodex als standardisierte Form der Corporate Governance Berichterstattung in der Finanzkommunikation (Corporate governance codes as a mean of ensuring standardized corporate governance reporting: the example of the German Corporate Governance Code)**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 13 fev. 2020. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=3537853>>. Acesso em: 25 out. 2024.

REINO UNIDO. **Companies Act 2006**. Londres: The Stationery Office, 2006. Disponível em: <<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>>. Acesso em: 30 out. 2024.

REINO UNIDO. **UK Corporate Governance Code 2018**. Londres, jul. 2018. Disponível em: <https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2018.pdf>. Acesso em: 13 mai. 2024.

REINO UNIDO. **UK Corporate Governance Code 2024**. Londres, jul. 2024. Disponível em: <https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_a2hmQmY.pdf>. Acesso em: 13. mai. 2024.

RÜHMKORF, A.; SPINDLER, F.; SAMANTA, N. **Evolution of German corporate governance (1995-2014): an empirical analysis**. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, v. 19, n. 5, p. 1042–1062, 7 out. 2019.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Form 8-K General Instructions**. 23 jan. 2010. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf>>. Acesso em: 30 out. 2024.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Form 10-K General Instructions**. 23 jan. 2010. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/form10-k.pdf>>. Acesso em: 30 out. 2024.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OSF GHANA (SEC GHANA). **Corporate Governance Code**. 08 out. 2020. Disponível em: <https://sec.gov.gh/wp-content/uploads/Final-Regulatory-Laws/Codes/Corporate_Governance_Code.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

SECURITIES COMMISSION MALAYSIA. **Malaysian Code on Corporate Governance**. 28 abr. 2021. Disponível em: <<https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=239e5ea1-a258-4db8-a9e2-41c215bdb776>>. Acesso em: 20 mai. 2024.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier, 2010.



SUIÇA. **Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance**. 2023. Disponível em:

<https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/swisscode_e_web_0.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

SWEDISH CORPORATE GOVERNANCE BOARD. **Swedish Corporate Governance Code**. Nov. 2019. Disponível em:

<https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/Eng/SvenskKodBolagsstyn_justerad_ENG_211220.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2024.

TOKYO STOCK EXCHANGE. **Using “Explain” to Contribute to Constructive Dialogue**. 31 mar. 2023. Disponível em:

<<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/dreu250000004n19-att/dreu250000004sii.pdf>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

TOKYO STOCK EXCHANGE. **White paper on corporate Governance**. Mar. 2023.

Disponível em: <<https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/uorii50000003gfb.pdf>>. Acesso em: 13 mai. 2024.

TRICKER, B. **Corporate governance: principles, policies and practices**. Third edition ed. Oxford: Oxford University Press, 2015.

TRICKER, B. **The evolution of corporate governance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2020.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Defining the ‘G’ in ESG: Governance Factors at the Heart of Sustainable Business**. Jun. 2022. Disponível em:

<https://www3.weforum.org/docs/WEF_Defining_the_G_in_ESG_2022.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2024.

WORME, K. R. **Corporate Governance – A Comparative Analysis of the Approach to Corporate Governance Regulation and Enforcement in the UK and the US**. PhD Thesis—[s.l.] Liverpool John Moores University, 2022.

YOSHIKAWA, T.; TSUI-AUCH, L. S.; MCGUIRE, J. **Corporate Governance Reform as Institutional Innovation: The Case of Japan**. Organization Science, v. 18, n. 6, p. 973–988, dez. 2007.

