FACULDADE FIPECAFI

PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

CARLOS AUGUSTO DE BARROS SANTIAGO

Pratique ou Explique: Evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência

SÃO PAULO

2021

CARLOS AUGUSTO DE BARROS SANTIAGO

Pratique ou Explique:
Evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência

Dissertação de mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Paiva Souza

SÃO PAULO

2021

FACULDADE FIPECAFI

Prof. Dr. Welington Rocha

Diretor Presidente

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Diretor de Pesquisa

Prof. Mestre João Domiraci Paccez

Diretor Geral de Cursos

Prof. Dr. Paschoal Tadeu Russo

Coordenador do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

Catalogação na publicação

Serviço de Biblioteca da Faculdade FIPECAFI

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras (FIPECAFI)

Dados fornecidos pelo autor

S235p Santiago, Carlos Augusto de Barros

Pratique ou Explique: evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência / Carlos Augusto de Barros Santiago. -- São Paulo, 2021.

55 p. il. Col.

Dissertação (Mestrado Profissional) – Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Fianças – Faculdade FIPECAFI Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Paiva Souza

1. Brasil. 2. Pratique ou explique. 3. Governança corporativa. I. Prof. Dr. Rodrigo Paiva Souza. II. Título

658.46

CARLOS AUGUSTO DE BARROS SANTIAGO

Pratique ou Explique: Evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Aprovado em: ____/____/_____

_____
Prof. Dr. Rodrigo Paiva Souza
Faculdade FIPECAFI
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

_____
Prof. Dr. Alexandre Evaristo Pinto
Faculdade FIPECAFI
Membro Interno

_____
Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Membro Externo

SÃO PAULO
2021

Dedico este estudo aos meus filhos Artur e Eric e, para a Elke, minha cúmplice de todas as horas e todas as coisas.

AGRADECIMENTOS

A Elke, minha esposa e melhor amiga, incansável companheira e cúmplice de todas as horas e de todas as coisas, por tudo o que ela representa e pelo incontestável apoio e torcida durante toda a jornada.

Aos meus queridos pais, irmãos e sogros, por entenderem repetidas vezes a minha ausência nos compromissos familiares em função das intermináveis horas de estudo e pesquisa.

Ao meu orientador Rodrigo Paiva Souza por oferecer os melhores aconselhamentos e revisões das intermináveis versões intermediárias deste estudo.

Ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a EY (Ernst & Young) e a Tozzini Freire advogados pela cessão dos dados utilizados nesta pesquisa.

Ao Luiz Fernando Dalla Martha, gerente de pesquisa do IBGC pelo apoio na obtenção dos dados.

A Marina Dastre Manzanares, Mestre em Governança Corporativa, pela disponibilidade em compartilhar a sua experiência no estudo referente ao primeiro ano do pratique ou explique no Brasil.

Aos membros da banca examinadora de qualificação do projeto de pesquisa, Professores Alexandre Evaristo Pinto e André Antunes Soares de Camargo pelos intrigantes questionamentos e incentivo na continuidade do projeto.

RESUMO

SANTIAGO, Carlos Augusto de Barros. (2021). *Pratique ou Explique: Evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência.* (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

O aumento da aderência ao código brasileiro de governança corporativa tem sido constatado durante os primeiros três anos de vigência do "pratique ou explique" no Brasil. Este estudo investigou a evolução da adesão para o "pratique ou explique" nos três primeiros anos de aplicação no Brasil (2018 a 2020). O software NVIVO foi utilizado para análise qualitativa de conteúdo das explicações providenciadas pelas empresas e respectiva codificação. Embora o estudo tenha analisado os três primeiros anos, o escopo limitou-se às mesmas 108 empresas que foram obrigadas a relatar no primeiro ano de prática (em 2018), de forma a poder observar o comportamento dessas empresas ao longo do período em relação ao "pratique ou explique" Os resultados demonstraram que as empresas brasileiras aumentaram significativamente seu nível de adesão ao código brasileiro de governança corporativa, mas continuam, em grande parte, a fornecer explicações insuficientes para práticas não adotadas ou adotadas parcialmente. Isso está desalinhado com a filosofia que suporta o princípio do "pratique ou explique". A maioria das explicações analisadas busca descrever as práticas alternativas empregadas sem justificar os motivos da não adoção da prática recomendada. Esses achados levantam a questão de se o modelo regulatório "soft law" baseado no "pratique ou explique" é eficaz no Brasil.

Palavras-chave: Brasil; pratique ou explique; governança corporativa

ABSTRACT

SANTIAGO, Carlos Augusto de Barros. (2021). *Pratique ou Explique: Evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência.* (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

Increase in adherence to the Brazilian code of corporate governance is increasing during the first three years of "comply or explain" in Brazil. This study investigated the evolution of adherence to "comply or explain" in its first three years of application in Brazil (2018 to 2020). NVIVO software was used for qualitative analysis and coding of explanations. Although the study analyzed the first three years, the scope was limited to the very same 108 companies that were obligated to report on the first year of practice (in 2018), in order to be able to observe the behavior of these companies across the period in relation to the "comply or explain". After the first year of the practice all listed, companies were obligated to report on the "comply or explain" to the Brazilian code of corporate governance. The results of this study demonstrated that Brazilian companies significantly increased their level of adherence to the Brazilian corporate governance code, but they continue, to a large extent, to provide insufficient explanations for practices not adopted or adopted partially. This is misaligned with the philosophy that supports the principle of "comply or explain". Most of the explanations analyzed seek to describe the alternative practices employed without justifying the reasons for not adopting the recommended practice. These findings raise the question of whether the regulatory model "soft law" based on the comply or explain is effective in Brazil.

Keywords: Brazil; comply or explain; corporate governance

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Diagrama elaborado pelo autor com visão simplificada das etapas do estudo 25
Figura 2. NVivo – Etapas de importação dos arquivos. 28
Figura 3. NVivo – Etapas de preparação da informação – criando os casos - classificação. 29
Figura 4. NVivo – Etapas de preparação da informação - criando os casos - autocodificação... 29
Figura 5. NVivo – Etapas de preparação da informação - definindo destino da codificação..... 29
Figura 6. NVivo – Etapas de preparação da informação - criando os casos – última etapa. 30
Figura 7. NVivo – Menu para tabelas de referência cruzada. 30
Figura 8. NVivo – Preparando tabelas de referência cruzada. 31
Figura 9. NVivo – Atividade de codificação. 34

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Estrutura de codificação das categorias de explicação 32
Tabela 2 Práticas recomendadas com maior aderência 35
Tabela 3 Práticas recomendadas com menor aderência 36
Tabela 4 Distribuição frequencial das categorias de explicação 39

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 15
2 REFERENCIAL TEÓRICO 17
2.1 Gestão de riscos corporativos 17
2.2 Códigos de governança e o “pratique ou explique” 19
2.3 As explicações considerando o “pratique ou explique” 20
2.4 Governança corporativa no Brasil 21
2.5 Estudos anteriores em governança corporativa no Brasil 22
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 25
3.1 Coleta de dados e seleção da amostra 25
3.2 Organização e preparação para análise 27
3.2.1 Preparação dos arquivos e importação 27
3.2.2 Preparação da estrutura de casos no NVivo 28
3.2.3 Criando as tabelas de referência cruzada 30
3.3 Codificação e análise 31
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS 34
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 41
REFERÊNCIAS 43
APÊNDICE A – Relação das 95 empresas obrigadas, pela regulação, a divulgar o informe CBGC (2018) 47
APÊNDICE B – Práticas Recomendadas – Código Brasileiro de Governança Corporativa 50
APÊNDICE C – Resultado da codificação 54

1 INTRODUÇÃO

O ano de 2020 foi o terceiro ano de obrigatoriedade para que companhias brasileiras listadas na bolsa reportem sobre a adoção do código brasileiro de governança corporativa para companhias de capital aberto ("código") (GT Interagentes, 2016). A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou em 2017 a Instrução Normativa n. 586 ("IN586") requerendo que as companhias de capital aberto iniciassem a evidenciação em relatório específico acerca da aderência ao código e, nos casos de não aderência, as companhias devem prover explicações - esse procedimento ficou conhecido como "pratique ou explique".

Manzanares e Leal (2020) pesquisaram sobre o "pratique ou explique" no primeiro ano de sua adoção. Usando análise de conteúdo qualitativa, avaliaram o conteúdo e a qualidade das explicações, quando em situação de não aderência. Também avaliaram empiricamente a associação entre algumas características das companhias e a qualidade das práticas de governança e sua evidenciação. Concluíram que, em sua maioria, as explicações não eram informativas e não estavam alinhadas com a filosofia do "pratique ou explique", colocando muita ênfase na descrição de práticas alternativas sem explicar as razões para a não aderência.

A filosofia do "pratique ou explique" é muito mais abrangente do que enviar uma lista de requerimentos para que as companhias assinalem o que cumpriram e o que não cumpriram. A essência está na explicação dos motivos para não aderência às práticas recomendadas. Estudos demonstraram que companhias que explicam corretamente os motivos de não aderência às práticas recomendadas nos seus países possuem melhor desempenho que as companhias que não provêm boas explicações ou mesmo comparando com aquelas com maior nível de aderência (Arcot & Bruno, 2006; Arcot, Bruno, & Faure-Grimaud, 2010).

Outros estudos realizados sobre a evidenciação de práticas de governança no Brasil, anteriores à introdução da obrigatoriedade instituída pela IN586, já buscavam compreender fatores relacionados à qualidade das práticas de governança associando esses fatores ao desempenho e ao valor da firma (Leal, 2004; Black, Carvalho, & Gorga, 2012; Black, Carvalho, & Sampaio, 2014; Degenhart, Leite, Silva, Silva, & Fernandes, 2017).

O código brasileiro de governança corporativa, de 2016, foi organizado em cinco capítulos: 1. Acionistas; 2. Conselho de Administração; 3. Diretoria; 4. Órgãos de Fiscalização e Controle; e 5. Ética e Conflito de Interesses. Os quatro primeiros capítulos apresentam fundamentos e práticas recomendadas para os órgãos que compõem o sistema de governança das companhias, enquanto o quinto trata de padrões de conduta e comportamento aplicáveis a um ou mais agentes (GT Interagentes, 2016).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa avaliou a aderência geral das companhias ao código brasileiro de governança corporativa no primeiro ano de obrigatoriedade do "pratique ou explique" (2018) e apontou que as práticas recomendadas no capítulo 4 que trata dos órgãos de fiscalização e controle foram as que alcançaram menor nível de aderência dentre os quatro primeiros capítulos que estabelecem as práticas recomendadas para os órgãos de governança. Foram 19,4% das companhias que reportaram não aderir às práticas. Nesse capítulo estão as práticas recomendadas referentes ao estabelecimento dos órgãos de fiscalização e controle incluindo o comitê de riscos da organização, e a formalização da política e práticas de gestão de riscos da organização (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2019).

A gestão de risco impacta positivamente o desempenho econômico das companhias, pois reduz a variabilidade do lucro e o custo de capital e diminui a probabilidade de dificuldades financeiras. Companhias que possuem um comitê de gestão de riscos formalmente constituído se destacam das demais por possuírem um mecanismo de controle dedicado a assegurar um alinhamento entre o apetite por risco da organização e a sua estratégia, fortalecer decisões de resposta a riscos, reduzir a incerteza e surpresas nos resultados, identificar e administrar múltiplos

riscos e apoiar a organização a aproveitar oportunidades, maximizando o uso do capital (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission [COSO], 2017).

Nesse contexto, supõe-se que as companhias brasileiras listadas na bolsa de valores (B3) e obrigadas a reportar a sua aderência ao código de governança corporativa, por força da IN586, através do "pratique ou explique", buscaram melhorar os percentuais de aderência ao longo do tempo, assim como a qualidade das respectivas explicações no caso de não aderência para as práticas recomendadas, inclusive aquelas relacionadas aos órgãos de fiscalização e controle que incorporam as práticas de gestão de riscos.

Dessa forma, considerando o marco da IN586 e a importância para as companhias de desenvolver as práticas recomendadas no código brasileiro de governança corporativa, a questão norteadora da presente pesquisa foi desenvolvida da seguinte forma: Qual a evolução do nível de aderência às práticas de governança corporativa das companhias brasileiras nos três primeiros anos da IN586?

Com o intuito de responder à questão apresentada, o objetivo do estudo foi levantar e analisar as respostas das companhias listadas com relação à aderência ao código, para os anos de 2018, 2019 e 2020.

Considerando a complexidade de realizar análise qualitativa e a escassez de referências para aplicação de ferramentas neste campo metodológico, o presente estudo teve como objetivo secundário descrever os procedimentos metodológicos por meio do software NVIVO® de forma detalhada afim de permitir que outros acadêmicos e pesquisadores repliquem os mesmos para ampliar o número de estudos com utilização desta ferramenta.

A recente introdução da prática do "pratique ou explique" e o alto nível de desvio no seu primeiro ano de obrigatoriedade justificam continuidade do estudo para analisar se as companhias brasileiras estão investindo na melhoria das práticas de governança. Além disso, esse diagnóstico é relevante para avaliar a eficácia das medidas de incentivo dessas práticas, como a IN586.

O presente estudo deve contribuir com acadêmicos, pesquisadores, analistas de mercado, oferecendo elementos empíricos sobre a evolução da maturidade das práticas de gestão de riscos das companhias e estabelecimento dos órgãos de fiscalização e controle que apoiam a governança corporativa. O relatório final poderá ser utilizado por esses grupos de interessados com finalidade de subsidiar novos estudos e avançar no desenvolvimento de práticas de gestão de riscos.

Assim, vislumbra-se uma lacuna de pesquisa em determinar a situação das companhias brasileiras listadas com relação à aderência aos requerimentos do código brasileiro de governança corporativa e como a adoção das práticas recomendadas evoluiu nos três primeiros anos, ampliando os estudos de Manzanares e Leal (2020) que avaliaram a aderência das companhias no primeiro ano de obrigatoriedade.

A estrutura desta dissertação é apresentada em cinco capítulos, de modo a prover uma sequência lógica e racional para o desenvolvimento e compreensão de seu conteúdo. Após esta breve introdução, o capítulo 2 apresenta o referencial teórico, contendo a evolução da governança corporativa e práticas de gestão de risco no Brasil, experiência de outros países com o "pratique ou explique" e uma síntese de estudos anteriores sobre o tema. No capítulo 3 são apresentados os procedimentos metodológicos da pesquisa, enquanto o capítulo 4 é dedicado à apresentação dos resultados. Finalizando, no capítulo 5 e serão apresentadas as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo é dedicado à apresentação e discussão dos conceitos fundamentais da pesquisa, como o detalhamento do código de governança corporativa, da Instrução Normativa 586 e práticas de gestão de riscos. Além disso, apresenta-se neste capítulo uma revisão de estudos anteriores realizados no Brasil referentes à governança corporativa e às consequências sobre o valor das companhias e o seu desempenho econômico.

2.1 Gestão de riscos corporativos

A gestão de riscos corporativos, ou *Enterprise Risk Management* – ERM –, possibilita às companhias se beneficiarem de um enfoque integrado que desvie seu foco de uma situação defensiva de mitigação de risco para um olhar orientado a estratégia e agregação de valor aos acionistas (Ching, 2011).

O *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* - COSO (2017) traz a definição de gestão de riscos corporativos como sendo a cultura, os recursos e as práticas que as companhias integram com a definição de estratégias e aplicam quando executam essa estratégia, com o objetivo de gerenciar riscos na criação, preservação e realização de valor.

A norma da Associação Brasileira de Normas Técnicas - ABNT/ISO 31000/2018 define gestão de riscos como sendo as atividades coordenadas para dirigir e controlar uma organização no que se refere a riscos. Onde riscos são o efeito da incerteza nos objetivos. Essa norma dispõe que a eficácia da gestão de riscos dependerá da sua integração na governança e em todas as atividades da organização, incluindo a tomada de decisão. Dispõe 8 princípios, 5 elementos de estrutura e um processo que, de forma integrada, compõem a base para a gestão de riscos corporativos. A gestão de riscos contribui para a governança corporativa dando garantias à diretoria e à gerência sênior de que os objetivos organizacionais serão alcançados dentro de um grau aceitável de risco residual, além disso ajuda a proteger diretores e gerentes em caso de resultados adversos de duas maneiras: os resultados adversos talvez não sejam tão graves quanto poderiam ser e os responsáveis podem, em sua defesa, demonstrar que agiram com o devido zelo.

Tao e Hutchinson (2013) pesquisaram a relação entre a composição de comitês de riscos e o desempenho da companhia, avaliando dados em painel de 317 companhias do setor financeiro listadas na Austrália para o período de 2006-2008. No contexto da teoria da agência, há incentivo para as companhias estabelecerem mecanismos de controle em sua governança como comitês no conselho de administração, devido à incapacidade dos acionistas de monitorar diretamente as ações dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). Esse estudo demonstrou a importância de haver um comitê de risco com membros independentes da gestão da companhia, com experiência, qualificação e frequência de reuniões. O estudo demonstrou também que, quando há membros do comitê de risco que também compõem o comitê de remuneração, o nível de risco da companhia é monitorado de forma mais próxima e existe uma associação positiva com o desempenho econômico.

As evidências de relação positiva entre a gestão de riscos e o desempenho econômico das companhias associam a presença de comitês de riscos como medida necessária para a integração da governança corporativa com a gestão de riscos. A gestão de risco impacta no desempenho econômico das companhias, pois reduz a variabilidade do lucro e o custo de capital, e diminui a probabilidade de dificuldades financeiras (Degenhart et al., 2017).

No caso brasileiro, Degenhart, Leite, Silva, Silva e Fernandes (2017) corroboram a associação do comitê de riscos como influenciador de melhor desempenho econômico, avaliando 41 companhias listadas na bolsa de valores de São Paulo entre 2010 e 2012. Os autores concluíram que as companhias que possuem comitê de gestão de riscos na estrutura de governança corporativa evidenciaram média de desempenho econômico superior àquelas que não possuem. Um comitê de

riscos dedicado deve apoiar o alinhamento da estratégia da companhia com seu apetite por riscos, reduzir as surpresas e perdas operacionais, aproveitar as oportunidades e otimizar o uso do capital.

Outro marco para a governança corporativa é o COSO que, em 2004, publicou a primeira edição da estrutura recomendada para gestão de riscos corporativos, revisada e editada em nova versão em 2017. Desde a publicação inicial, há mais de uma década, ganhou ampla aceitação pelas companhias em seus esforços para gerenciar riscos. Entretanto, durante esse período, a complexidade dos riscos mudou, surgiram novos riscos e os conselhos e os executivos aprimoraram sua conscientização e supervisão da gestão de riscos corporativos enquanto solicitavam relatórios de riscos aprimorados.

A edição de 2017 aborda a evolução da gestão de riscos corporativos e a necessidade de as companhias melhorarem sua abordagem para gerenciar riscos para atender às demandas de um ambiente de negócios em evolução. O documento atualizado, intitulado "Gestão de riscos corporativos - integração com estratégia e desempenho", destaca a importância de considerar os riscos no processo de definição da estratégia e na condução do desempenho.

Foram várias as alterações e atualizações incorporadas, sendo bastante oportuno ressaltar os seguintes direcionamentos: proporcionar maior percepção do valor da gestão de riscos corporativos ao definir e executar a estratégia, aprimorar o alinhamento entre o desempenho e a gestão de riscos corporativos para melhorar a definição de metas de desempenho e entender o impacto do risco no desempenho, e acomodar expectativas de governança e supervisão (COSO, 2017).

A última versão do COSO articula a ideia de que a gestão de riscos corporativos, além de ser parte da responsabilidade da administração, deve ser olhada como uma maneira de aprimorar o diálogo entre a administração e o conselho da companhia sobre usar a gestão de riscos corporativos como ferramenta para alcançar vantagem competitiva. As competências de gestão de riscos devem ser utilizadas no processo de escolha e refinamento da estratégia.

Como evidência da necessidade de integração da gestão de riscos corporativos com as práticas de governança corporativa, em 2011 o código de governança corporativa italiano foi revisado e foi incluída a recomendação de incorporação de sistemas integrados de controles internos e gestão de riscos (Florio & Leoni, 2016).

Os estudos que pesquisam a relação da gestão de riscos corporativos com o desempenho das companhias geralmente consideram apenas uma dimensão da gestão de riscos corporativos para identificar a correlação com desempenho, muitas vezes consideram a existência de órgãos de governança como o comitê de riscos. Florio e Leoni (2016) pesquisaram as companhias italianas não financeiras listadas na bolsa de Milão entre 2011 e 2013, verificando comparativamente o impacto das recomendações de gestão de riscos incluídas no código italiano. Identificaram companhias com estruturas de gestão de riscos corporativos em nível básico e companhias com níveis sofisticados. Também investigaram a integração entre gestão de riscos corporativos e governança corporativa através da identificação de um executivo de gestão de riscos (CRO ou *Chief Risk Officer*) e da existência de um comitê de riscos. Considerou, ainda, a frequência de execução de atividades de avaliação de riscos.

Para realizar a pesquisa, Florio e Leoni (2016) desenvolveram um indicador de sofisticação de práticas de gestão de riscos considerando 3 atributos de governança corporativa (existência de um CRO, existência de um comitê de riscos e a frequência de comunicação com o conselho) e 3 atributos associados às atividades inerentes à gestão de riscos (frequência de avaliação de riscos, nível de abrangência da avaliação de riscos na organização e metodologia qualitativa ou quantitativa). A soma das 6 variáveis conduz ao índice de sofisticação que é atribuído para resultados acima de 4.

Florio e Leoni (2016) concluíram que as companhias com gestão de riscos sofisticada alcançaram melhor desempenho financeiro e melhoraram depois de apresentar atributos de gestão de riscos corporativos que as enquadraram no critério de sofisticação. O código brasileiro não estabelece de forma explícita recomendação para a implementação de um comitê de riscos, porém

recomenda prática de uma política de gerenciamento de riscos aprovada pelo conselho, e as questões relacionadas à existência dessa política fizeram parte do estudo.

2.2 Códigos de governança e o "pratique ou explique"

A Inglaterra é considerada a melhor referência com relação a governança corporativa e melhor nível de maturidade do "pratique ou explique" porque foi o primeiro país a introduzir esse tipo de lei branda, em 1992 através do Relatório Cadbury. Sua principal característica foi trazer uma série de recomendações listadas em um "código", conhecido então como o código Cadbury, que guiava princípios reconhecidos como melhores práticas em governança (ex. estrutura do conselho, composição de comitês e independência). A principal premissa se baseava na ideia de que esses padrões não poderiam ser alcançados por estruturas e regras fixas porque as companhias são diferentes entre si e então regras rígidas não favoreceriam o desenvolvimento das boas práticas e por isso a instituição de uma lei branda (Arcot et al., 2010; Hooghiemstra, 2012).

Seguiram evoluções do código Cadbury até que, em 1998, foi instituído na Inglaterra o código combinado, que consolidou o trabalho de diversos comitês e foi incorporado como regra de listagem para ações na bolsa de valores. Esse código prevaleceu sem alterações durante 6 anos ininterruptos até 2004 e nesse período se percebeu uma tendência de incremento na aderência das companhias ao código (Arcot et al., 2010). A nova versão do código inglês, que seguiu vigente a partir de 2004, deu mais relevância para a função de diretores não executivos na estrutura de governança corporativa e no processo de tomada de decisão (Rose, 2016).

Arcot, Bruno e Faure-Grimaud (2010) estudaram a efetividade da abordagem "pratique ou explique" do código de governança inglês considerando 245 companhias não financeiras para o período entre 1998-2004 e acharam uma tendência de aderência, mas também encontraram o uso de explicações padronizadas. Indicaram que algumas companhias se beneficiam da flexibilidade trazida por esse tipo de código para usar de discricionariedade para prover informações. Também, que outras companhias se dedicam mais em informar que estão aderentes do que efetivamente aplicar a boa governança corporativa.

O próprio órgão regulador inglês (*FRC – Financial Reporting Council*) publicou relatório em 2008 reconhecendo a persistência de problemas relacionados com a qualidade das explicações e informações fornecidas pelas companhias listadas. O estudo concluiu quanto à necessidade de a supervisão exercida pelos órgãos reguladores ir além da promoção de aderência aos códigos de governança, e contemplar também a verificação da veracidade das informações e principalmente da qualidade das explicações de não aderência (Arcot et al., 2010).

A característica essencial do "pratique ou explique" é sua adesão voluntária. As companhias escolhem quais práticas recomendadas seguir e informam a opção ao mercado e, no caso de não aderência, as companhias devem explicar as razões considerando suas circunstâncias particulares. Entende-se que a escolha da maioria pode não ser a melhor opção para uma companhia, da mesma forma que a aderência estrita a todas as previsões do código não significa necessariamente que a companhia terá melhor desempenho. E, assim, estudos mostraram repetidas vezes que companhias que não cumpriram com todas as previsões, mas proveram boas explicações para a não aderência, tiveram melhor desempenho que aquelas que proveram explicações inconclusivas ou mesmo aquelas que cumpriram todas as recomendações do código (Arcot & Bruno, 2006; Arcot et al., 2010).

A Holanda foi um dos primeiros países da União Europeia a incorporar esse princípio na sua legislação societária (Wymeersch, 2005). A versão final do código de governança corporativa holandês foi publicada em dezembro de 2003. Três atributos básicos caracterizam a regulamentação de governança corporativa no país: estrutura dos conselhos, orientação às partes interessadas (interesse da companhia e dos funcionários) e limitada influência dos acionistas nas políticas corporativas. A lei requer que as companhias mencionem nos seus relatórios anuais se estão em aderência com o código ou devem prover explicações (Hooghiemstra, 2012).

Em 2008, o comitê de monitoramento holandês (the Frijns) emitiu uma versão atualizada, contemplando ajustes em várias áreas, incluindo gestão de riscos, remuneração de executivos, responsabilidade dos acionistas, diversidade na composição do conselho de supervisão e responsabilidade social corporativa, mas mantendo o princípio do "pratique ou explique" (Hooghiemstra, 2012).

Hooghiemstra (2012) estudou a relação entre a qualidade das informações prestadas para explicar a não aderência pelas companhias listadas na Holanda entre 2005 e 2009 e os atributos das companhias. Concluiu que companhias que possuem número menor de analistas que acompanham seus resultados, propriedade diluída, conselhos menos independentes tendem a ter uma abordagem mais simbólica com relação ao "pratique ou explique" com maior quantidade de respostas genéricas e não informativas. O mercado de capitais brasileiro é caracterizado por propriedade concentrada, em muitos casos com os fundadores originais da companhia ou acionistas controladores (Manzanares & Leal, 2020), mas a existência de conselhos menos independentes, também no Brasil, pode estar relacionada a uma menor aderência ao código ou explicações mais superficiais.

2.3 As explicações considerando o "pratique ou explique"

A efetividade dos códigos de governança baseados em autorregulação se alicerça em dois princípios: aderência (ou *"compliance"*) é um deles, o outro são as explicações de não aderência (Hooghiemstra & Van Ees, 2011). O "pratique ou explique" adota a premissa de que não aderir com uma recomendação de um código de governança pode ser a melhor escolha e não significa má governança (Seidl, Sanderson, & Roberts, 2009).

Enquanto esses princípios requerem explicações para toda ocorrência de não aderência ao código, não estabelecem como os gestores devem explicar tais desvios (Seidl et al., 2009). O código de governança holandês estabelece que, em caso de não aplicação das provisões estabelecidas, a ocorrência deve ser explicada adequadamente (Dutch Corporate Governance Code, 2008), mas não indica o que "explicadas adequadamente" verdadeiramente significa.

Hooghiemstra e Van Ees (2011) estudaram o caso holandês e a existência de uniformidade na forma como as companhias utilizam argumentos semelhantes nas suas explicações. Nesse estudo ficou evidente que a normatização promovida por essa lei branda é um dos fatores motivadores para as companhias aderirem ao código. A flexibilidade de opção prevista nesse tipo de código, aliada à forma como sua aderência é supervisionada, condiciona as companhias a uma padronização e uniformidade nas suas explicações de não conformidade.

Já o Código combinado (*"Combined Code"*) inglês, por exemplo, exemplifica claramente que:

> Embora seja esperado que as companhias listadas cumpram as normas e disposições do código na maior parte do tempo, reconhece-se que o desvio das disposições do código pode ser justificado em circunstâncias particulares. Cada companhia deve revisar cuidadosamente cada provisão e dar uma explicação das razões para se afastar das disposições do código. (Financial Reporting Council [FRC], 2012, p. 4).

Dito de forma diferente, a abordagem do "pratique ou explique" reconhece que a ideia de um remédio único para todas as doenças em governança corporativa é ilusória (Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OECD], 2013). Entretanto, a supervisão sobre o cumprimento da diretriz de prover informações para os desvios do código tipicamente fica a cargo de autorregulação (Wymeersch, 2005; RiskMetrics Group, 2009).

Na Holanda, Hooghiemstra & Van Ees (2011) encontraram índice de aderência de apenas 4,2% de desvios ao código de governança holandês. Estudos de Seidl, Sanderson e Roberts (2013) encontraram 4,7% no caso inglês e 6,3% na Alemanha. Manzanares e Leal (2020) examinaram o primeiro ano do "pratique ou explique" no Brasil e constataram índice de desvios bastante superior, em média 37%. A maturidade dos códigos europeus (o holandês já tem mais de uma

década em aplicação) e o fato de o Brasil experimentar o seu primeiro ano podem servir de explicação para essa diferença.

2.4 Governança corporativa no Brasil

A história da governança corporativa no Brasil é mais recente e começou a ser discutida de forma mais intensa após a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 27 de novembro de 1995, organização da sociedade civil, referência nacional e uma das principais no mundo em governança corporativa. Seu objetivo é gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e, consequentemente, para uma sociedade melhor. A principal publicação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, lançado em 1999 e atualmente em sua quinta edição (Di Miceli da Silveira & Saito, 2008).

Outro marco importante foi a criação dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores com requerimentos diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). A ideia da criação desse segmento diferenciado baseou-se em boas práticas aplicadas na Alemanha como resultado de um estudo preparado por acadêmicos e profissionais que buscaram identificar desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. A visão por trás dos segmentos diferenciados é a capacidade que a empresa adquire quando alcança determinado segmento de listagem em comunicar a seus investidores o seu compromisso com práticas de governança diferenciadas (Di Miceli da Silveira & Saito, 2008).

Estudos demonstram que, com a introdução dos índices de governança corporativa da bolsa de valores, as práticas de governança se aprimoraram no Brasil desde o ano 2000 (Leal, 2004; Black et al., 2014). Entretanto, apesar da evolução, dados de 2013 da Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) apontam que o ambiente de governança corporativa brasileiro ainda é representado por concentração de propriedade (companhias geralmente controladas por uma família ou pelo Estado, multinacionais ou controle compartilhado); baixos níveis de *free float* que é a quantidade de ações livres em negociação no mercado (se comparado com mercados mais desenvolvidos) e uso considerável de ações preferenciais sem direito a votos.

A Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001 que alterou a Lei 6.404/1976 com novas medidas para aprimorar o nível de governança corporativa, principalmente ressalta a obrigação de o controlador fazer oferta pública a preço justo para comprar ações remanescentes, asseguração de 80% do valor pago pela aquisição de bloco de controle aos acionistas minoritários (*tag along*) e o direito de acionistas com 15% das ações com direito a voto ou 10% das ações de eleger ou destituir membro do conselho entre outras medidas (Di Miceli da Silveira & Saito, 2008).

Na sequência dos atos que contribuíram para a melhoria das práticas de governança, seguiu-se a publicação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2002 de documento não obrigatório com direcionamentos e recomendações relacionadas a práticas de governança corporativa, em larga escala baseado no código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Di Miceli da Silveira & Saito, 2008).

Como contribuição para a evolução da governança corporativa no Brasil, o primeiro código de governança corporativa adotando a filosofia do "pratique ou explique" (GT Interagentes, 2016) foi introduzido pela Instrução Normativa n. 586, de 8 de junho de 2017 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que modificou a Instrução n. 480 e é resultado do esforço coletivo de 11 instituições relacionadas com o mercado de capitais brasileiro, incluindo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), comparando a primeira versão do código brasileiro com o código de outros 18 países escolhidos pelo tamanho de seu mercado de capitais e a importância relativa desses mercados para o nosso contexto.

O ano de 2018 foi o primeiro ano em que as companhias abertas brasileiras foram requeridas a reportar utilizando esse novo código. Diferentemente de muitos países onde as

companhias informam a adoção dos códigos em um relatório existente, no Brasil foi desenvolvido um relatório específico que deve ser preenchido pelas companhias e submetido no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O código é dividido em princípios, que são os valores de governança corporativa; fundamentos, que sustentam e explicam os princípios; práticas recomendadas, que são as regras de condutas derivadas dos princípios; e guias, que complementam cada princípio provendo instruções adicionais e, muitas vezes, direcionam como explicar os desvios das recomendações relacionadas a esses princípios.

São 31 princípios e fundamentos que compreendem 54 práticas recomendadas que as companhias devem praticar ou, seguindo a premissa do "pratique ou explique", devem explicar suas razões para não aderência e tornar públicas essas explicações. De acordo com o código as explicações devem ser escritas em linguagem acessível, de forma transparente, completa, objetiva e precisa, de forma que os acionistas, investidores e outras partes interessadas possam cuidadosamente formar sua avaliação da companhia.

Os princípios, fundamentos e recomendações estão divididos em cinco capítulos: 1. Acionistas; 2. Conselho de Administração; 3. Diretoria; 4. Órgãos de Fiscalização e Controle; e 5. Ética e Conflito de Interesses. Os quatro primeiros capítulos apresentam fundamentos e práticas para os órgãos que compõem o sistema de governança das companhias, enquanto o quinto trata de padrões de conduta e comportamento aplicáveis a um ou mais agentes (GT Interagentes, 2016).

2.5 Estudos anteriores em governança corporativa no Brasil

Estudos anteriores buscaram avaliar a relação entre o desempenho econômico ou o valor da firma e as práticas de governança e estudar a evolução das práticas de governança considerando princípios como: estrutura do conselho, estrutura de propriedade, procedimentos do conselho, partes relacionadas, direitos dos acionistas e evidenciação da informação contemplados como requisitos mínimos pela Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2013; Black et al., 2014).

Leal (2004) fez uma compreensiva revisão literária sobre os estudos e pesquisas sobre governança corporativa incluindo alguns estudos brasileiros e demonstrou a contribuição dos códigos de governança corporativa e dos índices de governança corporativa das bolsas de valores para a melhoria do nível de governança das companhias. A pesquisa de Leal (2004) revelou que, especialmente em mercados emergentes, como no Brasil, a qualidade das práticas de governança corporativa está positivamente associada ao valor da companhia. Isto é, companhias maiores têm mais incentivo ou apresentam melhor qualidade nessas práticas.

Black et al. (2014) se propuseram, em sua pesquisa, a explorar a situação da governança corporativa no Brasil em 2005. Essa pesquisa avançou além do uso de informações públicas e se utilizou de questionários com respostas de 116 companhias. Esse estudo concluiu que as práticas de governança das companhias brasileiras eram imaturas e distantes de padrões de países desenvolvidos, porém ressaltou a implementação pela Bolsa de Valores de São Paulo, em 2000, de níveis de governança diferenciados (N1, N2 e Novo Mercado) que contribuiu para aumentar o número de companhias com práticas de governança corporativa. Em 2004 eram 14 companhias listadas nos níveis de governança diferenciada e ao fim de 2008 superavam 100 em número.

Degenhart et al. (2017) analisaram a relação entre a presença de comitê de gestão de riscos e o desempenho econômico das companhias listadas no índice IBRx-50 (41 companhias avaliadas na amostra) entre 2010 e 2012 e concluíram que as companhias que possuem este comitê estabelecido e formalizado possuem desempenho superior.

Black, Carvalho e Sampaio (2014), unindo dados de 2004, 2006 e 2009, construíram um índice de governança corporativa e puderam concluir que houve uma evolução nas práticas e que há relação entre governança e o valor da firma. Essa evolução foi atribuída a dois fatores: ao crescimento do número de companhias listadas nos níveis de maior governança da bolsa de valores (B3) – Nível 2 e Novo Mercado, principalmente em função do alto número de companhias que

abriram capital nesses segmentos em 2006 e 2007, e também devido à adoção de elementos de governança requeridos nos segmentos – Nível 2 e Novo Mercado – por empresas listadas nos demais segmentos em que essas práticas não eram requeridas.

As práticas de governança requeridas pela bolsa de valores para os diferentes níveis de listagem são anteriores ao código e podem exercer influência maior do que o código que não impõe práticas obrigatórias, ainda que não sejam conflitantes. Embora existam diversos estudos sobre o tema governança corporativa de organizações brasileiras, a exceção do estudo de Manzanares e Leal (2020), a maior parte das pesquisas que são de natureza quantitativa buscam encontrar algum tipo de associação entre o nível de governança corporativa e o desempenho organizacional.

O presente estudo, todavia, busca ampliar a compreensão sobre as práticas de governança corporativa das organizações brasileiras por meio de um estudo qualitativo, seguindo a estrutura proposta por Manzanares e Leal (2020), porém, ampliando o escopo de análise para os três primeiros anos de adoção da IN586, assim, esta pesquisa ambiciona indicar uma tendência sobre a evolução das práticas de governança corporativa das organizações brasileiras. A seguir serão demonstrados os procedimentos metodológicos adotados neste estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Da mesma maneira que foi utilizada em estudos anteriores que avaliaram o nível de aderência e a qualidade das explicações para não aderência aos códigos de governança corporativa (Arcot et al., 2010; Hooghiemstra & Van Eees, 2011; Hooghiemstra, 2012; Seidl et al., 2013; Manzanares e Leal, 2020), este também adota análise de conteúdo qualitativa para investigar as explicações providas pelas companhias no informe de governança corporativa e suportar uma estrutura de codificação das explicações (Sampieri, Collado, & Lucio, 2013).

Análise qualitativa de conteúdo é um método usado para descrever de maneira sistemática o significado de dados qualitativos. Isso pode ser feito através da associação das partes do conteúdo para as categorias de uma estrutura de codificação (Sampieri et al., 2013).

Além da revisão bibliográfica, foram adotados procedimentos metodológicos complementares que podem ser descritos em quatro fases para as etapas de coleta de dados e seleção de amostra, organização e preparação para análise, codificação e análise e apresentação dos resultados, e considerações finais. A Figura 1 ilustra essas etapas.

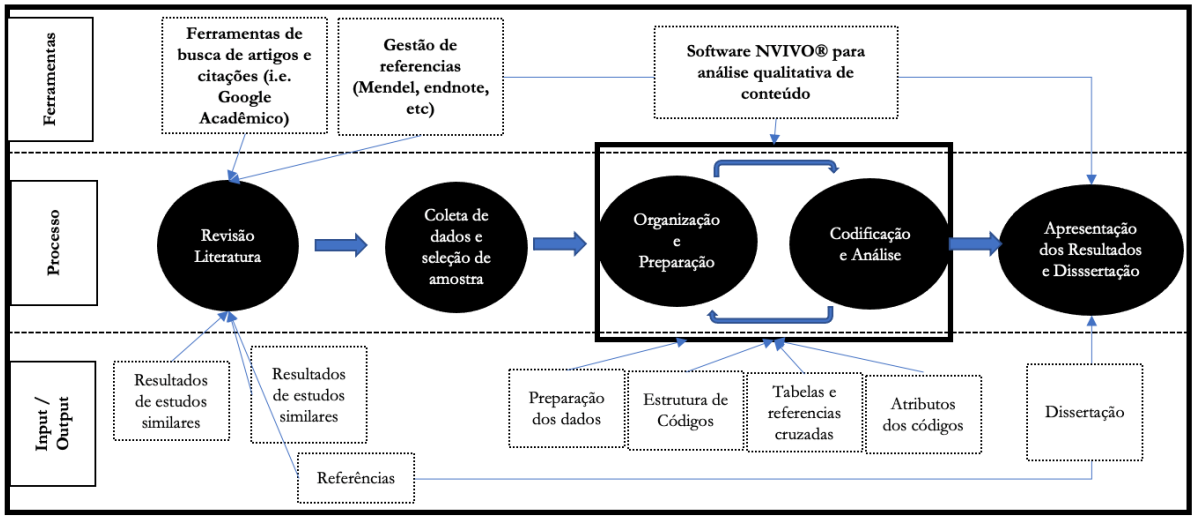

Figura 1. Diagrama elaborado pelo autor com visão simplificada das etapas do estudo

3.1 Coleta de dados e seleção da amostra

Este estudo examina como as companhias brasileiras explicam os desvios ao código brasileiro de governança corporativa. As companhias listadas em bolsa de valores são requeridas a preparar um informe anual segundo a filosofia do "pratique ou explique" de acordo com a Instrução Normativa n. 586/2017 emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O texto da instrução que trata do prazo diz:

> O emissor registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social. (Instrução Normativa n. 586, 2017).

Isso significa que as empresas possuem prazo até 31/07 para envio do informe.

O primeiro ano de vigência foi em 2018 quando as companhias tiveram um prazo dilatado até 31 de outubro para enviar os informes, porque a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

preparava um sistema para envio dos informes no seu *website*. Em 2020, por força da pandemia do novo coronavírus, as empresas tiveram mais uma vez uma dilatação de prazos até 31/09.

Em 2018, as companhias listadas no índice IBrX-100 ou no Ibovespa foram requeridas a preparar o informe. Foram 95 companhias requeridas e outras 13 companhias reportaram voluntariamente, totalizando uma amostra de 108 companhias (veja a relação no Apêndice A). Utilizamos os resultados obtidos por Manzanares e Leal (2020), em seu estudo sobre o primeiro ano da prática, como base para preparação de painel de comparação com os dois anos subsequentes.

Os dados referentes ao informe sobre o código para os anos de 2019 e 2020 foram cedidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Ernst & Young (EY) e Tozzini Freire advogados, que já haviam obtido os dados para verificação acerca da aderência das empresas ao código (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2019, 2020). Os dados cedidos são brutos, coletados de fonte pública, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e não passaram por qualquer tipo de avaliação, conferência ou julgamento dessas entidades. Os dados foram compartilhados em formato de arquivos Excel.

Os dados referentes aos informes do código de 2019 foram coletados considerando os informes disponibilizados pelas empresas para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) até 14/08/2019, sendo que o prazo para submissão do informe foi 31/07/2019. Os dados coletados continham informes de 338 empresas.

Os dados referentes aos informes do Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC) de 2020 foram coletados considerando os informes disponibilizados pelas empresas para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) até 05/10/2020, sendo que o prazo para submissão do informe, excepcionalmente por consequência da pandemia do novo coronavírus, foi em 31/09/2020. Os dados coletados continham informes de 360 empresas.

A amostra selecionada para análise do "pratique ou explique" referente aos anos de 2019 e 2020 foi restrita ao universo de empresas que reportaram em 2018 para permitir observar a evolução desse grupo de empresas no segundo e terceiro anos do informe do código. Manzanares e Leal (2020) avaliaram os informes de 108 empresas que reportaram em 2018. Em 2019, cinco empresas não informaram, até a data de coleta dos dados, ou foram incorporadas por outras empresas ou fecharam capital, perfazendo a amostra de 2019 em 103 empresas. Em 2020, outra empresa foi incorporada por outra empresa da lista. A amostra de 2020 contemplou 102 empresas. (veja lista das empresas no Apêndice A).

O código possui 54 práticas recomendadas e as companhias possuem quatro respostas permitidas: prática adotada, adotada parcialmente, não adotada ou não aplicável. Caso sejam selecionadas as opções "adotada parcialmente" ou "não adotada", a resposta deve vir obrigatoriamente acompanhada de uma explicação. Este estudo tem objetivo de avaliar a evolução do nível de aderência, bem como a qualidade das explicações para a não aderência. Em algumas das práticas recomendadas as companhias são requeridas a comentar suas práticas mesmo que tenham adotado a prática. Esses comentários não serão analisados, uma vez que o objeto em exame são as explicações.

As práticas recomendadas que forem determinadas pelas companhias como "não aplicável" foram excluídas da base porque é preciso que as explicações de todas as práticas recomendadas que a companhia não adota ou adota parcialmente sejam comparáveis entre todas as companhias nos 3 anos em análise.

Na pesquisa sobre o primeiro ano de "pratique ou explique", Manzanares e Leal (2020) encontraram 10 práticas recomendadas, dentre as 54 (veja Apêndice B), que essas 108 companhias disseram ser "não aplicável" e reduziu a base de práticas recomendadas para análise para 44. Como este estudo amplia o horizonte de comparação para as mesmas 108 empresas, essas práticas recomendadas que tiveram a opção "não aplicável" escolhidas nos anos subsequentes por esse grupo de empresas também foram desconsideradas da amostra.

Adicionalmente foi desconsiderada a prática recomendada 5.5.2 que disserta que *"A política (de contribuições e doações) deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas."* porque essa recomendação deixou de ser aplicável desde a promulgação da Lei Eleitoral n. 9.504/1997, modificada pela Lei n. 13.165/2015, que proíbe as companhias de doar para campanhas políticas; ficando assim com 43 práticas válidas.

Considerando as companhias da amostra selecionada e as 43 práticas recomendadas válidas para exame, Manzanares e Leal (2020) analisaram um total de 1.720 explicações. Este estudo amplia a análise para 2019 e 2020 compreendendo, para a mesma amostra de empresas do estudo de Manzanares e Leal (2020), 1.495 explicações para o ano de 2019 e 1.300 explicações para o ano de 2020. Avaliamos as explicações referentes àquelas que as companhias elegerem responder como "adotadas parcialmente" ou "não adotadas".

Em 2019 e 2020 todas as empresas de capital aberto deviam submeter o informe com as suas explicações. As 338 empresas cujos informes foram obtidos até a data de coleta continham 7.174 explicações para as opções "prática adotada" ou "adota parcialmente", considerando as 43 práticas em escopo. Em 2020 as explicações para essas mesmas opções, das 360 empresas cujos informes foram coletados, somaram 7.192.

3.2 Organização e preparação para análise

Para apoiar a atividade de análise de toda essa quantidade de conteúdo e associação às categorias, o *software* NVivo foi utilizado, em sua versão *release* 1, em inglês para sistema IOS da Apple.

Útil para criar grandes bases de dados estruturadas hierarquicamente, em que se pode inserir documentos para que sejam analisados, codificando o conteúdo utilizando como base uma estrutura pré-definida (Sampieri et al., 2013).

Este estudo envolve a análise e codificação de uma grande quantidade de informação, as explicações providas pelas empresas para cada uma das 43 práticas estudadas. Foi necessário atenção detalhada para as etapas de organização e preparação para análise. Há uma célebre frase, atribuída a Benjamin Franklin, que traz bastante contexto para essa fase da pesquisa – "ao falhar na preparação, você está se preparando para a falha".

O trabalho de análise qualitativa com o NVivo exige envolvimento do pesquisador. É fundamental a organização dos dados já com a visão de como se pretende categorizá-los. O *software* não substitui o pesquisador, mas estimula a pensar acerca dos dados, potencializando os resultados da pesquisa e aumentando o alcance e a profundidade da análise (Teixeira, 2020).

3.2.1 Preparação dos arquivos e importação

- Os arquivos de 2019 e 2020 foram separados em dois, um contendo apenas as respostas (S para adoção da prática, N para não adoção, P para adoção parcial), e outro arquivo contendo as explicações, ao final eram quatro arquivos, sendo dois para cada ano;
- Apenas as empresas no escopo do estudo foram mantidas nos arquivos para manter comparabilidade com o estudo de 2018 de Manzanares e Leal (2020);
- Ajustamos em todos os arquivos o nome das empresas de modo que estivessem descritos de forma exatamente igual (sem espaços ou caracteres adicionais ou diferentes);
- O nome das empresas, em geral, são submetidos no informe com o caractere especial "/" ao final para designar que se trata de uma sociedade anônima – "S/A". Esse caractere não é compatível com a preparação de arquivos em formato de texto para importação no NVivo e, portanto, esses caracteres foram substituídos por um ponto ".";
- Os arquivos que contêm as respostas foram exportados, em formato texto, no excel. Exportados como arquivo .TXT usando a opção UTF-16 que ajusta os acentos ortográficos usados na língua portuguesa;

- Os arquivos que continham as explicações são importados com a extensão regular do excel (.xls);
- No NVivo foi criado o projeto que será utilizado para a pesquisa;
- Foram importados os arquivos .TXT que contêm as respostas, como "case classification" no menu "import", selecionando a opção "classification sheet" (Figura 2), após selecionar o arquivo .TXT, as telas subsequentes do NVivo são seguidas até a conclusão da importação. Em seguida, repetimos o processo para o arquivo do outro ano. Nomeamos a classificação com o nome "Empresas XXXX, substituindo as letras X pelo ano", ex: Empresas 2019, mantendo um padrão para os dois anos;
- Os arquivos com as explicações foram importados no menu "data set", na opção "classifying Field" (Figura 2).

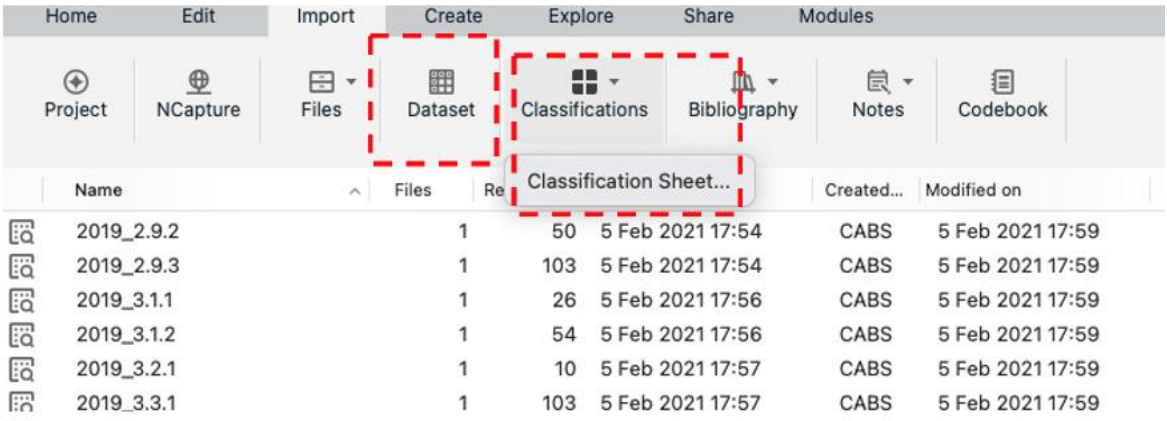

Figura 2. NVivo – Etapas de importação dos arquivos.

3.2.2 Preparação da estrutura de casos no NVivo

Este estudo propõe forma alternativa para a leitura e análise dos informes. As análises foram feitas revisando todas as explicações para cada uma das práticas, sem acesso ao nome das empresas. De forma prática, as análises se iniciaram com todas as explicações referentes à prática 1.1.1. para o ano 2019, seguidas das explicações dessa mesma prática recomendada para o ano 2020 e, de forma sequencial, foi avançando até chegar às explicações referentes à prática 5.5.1.

Para que a análise de dados pudesse iniciar foi preciso estruturar as informações no *software*. Após a importação dos arquivos que contêm as explicações, precisavam ser codificados. Os seguintes passos foram seguidos para preparar a informação referente a 2019 e 2020:

- O arquivo importado selecionado no menu "files" e com o botão esquerdo do *mouse* a opção de "autocode", em seguida a opção "code to cases for each value in a column" como na Figura 3:

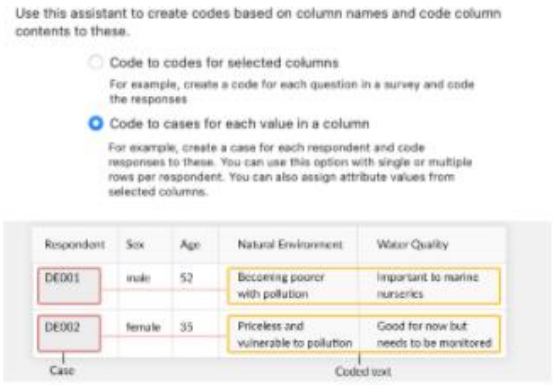

Figura 3. NVivo – Etapas de preparação da informação – criando os casos - classificação.

- Em seguida foi determinado que a codificação seja feita nos casos existentes "existing case" e selecionada a opção "classify cases from classifying columns", e escolhida a localização que contém os casos que foram importados no passo anterior "Empresas XXXX". Veja o exemplo na Figura 4:

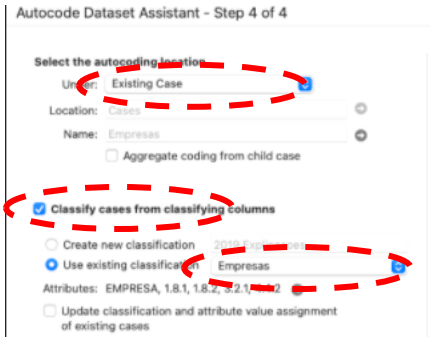

Figura 4. NVivo – Etapas de preparação da informação - criando os casos - autocodificação.

- Novamente com a opção esquerda do *mouse* no menu "autocode", selecionada a primeira opção (Figura 5):

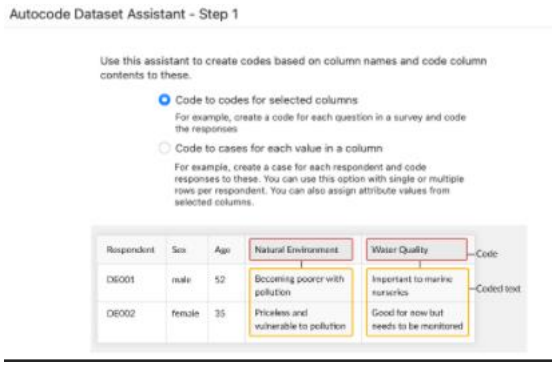

Figura 5. NVivo – Etapas de preparação da informação - definindo destino da codificação.

- Na tela seguinte, escolhida a localização para os novos códigos como "New Code" na pasta de códigos com o nome do arquivo de excel importado com as explicações (Figura 6):

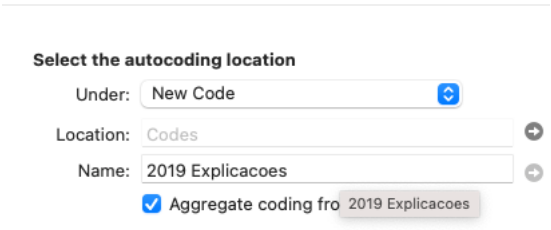

Figura 6. NVivo – Etapas de preparação da informação - criando os casos – última etapa.

3.2.3 Criando as tabelas de referência cruzada

Depois de ter todas as informações carregadas e preparadas, foi necessário criar as tabelas de referência cruzada que associam as explicações de todas as empresas da base, por tipo de resposta, para cada uma das práticas recomendadas.

- Menu "explore", opção "queries" e, em seguida, "crosstab" (Figura 7):

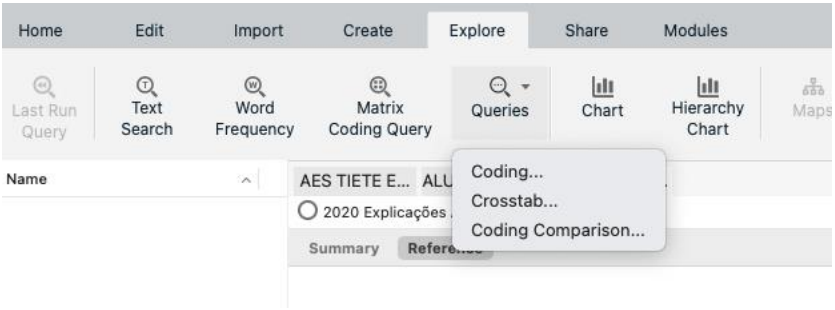

Figura 7. NVivo – Menu para tabelas de referência cruzada.

- Na tela de criação de consulta, necessário adicionar um código usando do botão que contém o sinal "+" e um atributo com o mesmo número do código, depois selecionada a opção "select items" e a base de dados do ano. Etapa realizada para um ano de cada vez (Figura 8):

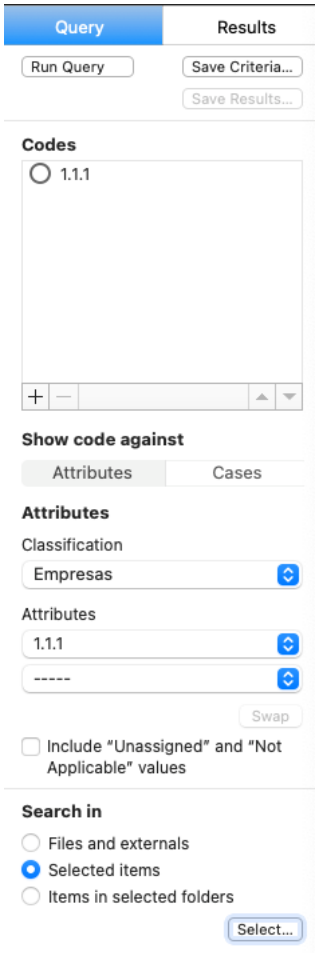

Figura 8. NVivo – Preparando tabelas de referência cruzada.

Depois que essas pesquisas para gerar a tabela de referência cruzada foram executadas, individualmente, os resultados foram gravados sequencialmente (ex.: 1.1.1., 1.1.2., etc.). Após executar as 43 pesquisas para o ano 2019, foi feito para 2020. As pesquisas foram gravadas usando um padrão XXXX_Y.Y.Y. onde XXXX representa o ano que está sendo analisado e YYYY representa o número da prática recomendada cuja pesquisa para criação da tabela de referência cruzada foi realizada.

3.3 Codificação e análise

Este estudo continuou a avaliação feita por Manzanares e Leal (2020) no primeiro ano de "pratique ou explique" e então, para manter a comparabilidade, tomamos como base a mesma estrutura de codificação.

No estudo de Seidl et al. (2013) foi criada uma estrutura de codificação com três categorias principais: justificativa deficiente, justificativa por princípios e justificativa específica do contexto. Manzanares e Leal (2020) identificaram diferentes expressões que se associavam a uma subcategoria de justificativa deficiente denominada "descrição de prática alternativa" e optou por tornar também uma categoria principal em função da quantidade e variedade de explicações que se associavam à descrição de práticas alternativas. A Tabela 1 apresenta a estrutura de codificação das explicações.

Uma justificativa deficiente ocorre quando uma companhia diz não adotar ou adotar parcialmente uma recomendação sem prover as razões reais para não seguir a prática recomendada. Seidl et al. (2013) consideraram 7 subcategorias de justificativas deficientes.

Descrição de prática alternativa é uma forma especial de justificativa deficiente. Embora forneça mais informação que uma justificativa deficiente através da explicação de uma solução

alternativa para a prática recomendada, falha em prover a explicação para não aderência. São quatro subcategorias identificadas. O "pratique ou explique" brasileiro incluiu uma alternativa de resposta que destoa dos demais países que adotam o mesmo requerimento, que é a possibilidade de a companhia adotar parcialmente uma recomendação. Em outros códigos, as alternativas são binárias. Dessa forma, a quantidade de explicações que incluem a descrição de práticas alternativas pode ter sido maior no caso brasileiro justificando uma categoria específica para associar os casos de descrição de práticas alternativas (Manzanares & Leal, 2020).

Justificativas por princípios são as explicações em que a companhia argumenta que as práticas recomendadas não refletem a melhor prática ou que a recomendação não traz nenhuma vantagem para o acionista ou outras partes interessadas. São 3 subcategorias identificadas, sendo que Manzanares e Leal (2020) identificaram duas específicas para o Brasil.

Justificativa específica do contexto representa a explicação originalmente esperada das companhias de acordo com a filosofia do "pratique ou explique", é quando a companhia provê explicação justificando a não adoção ou adoção parcial considerando as suas circunstâncias particulares e quando a aplicação da prática recomendada não é a melhor alternativa. São nove subcategorias identificadas.

Uma vez que o conteúdo é associado a um código ou categoria, é possível efetuar as análises e apontar se houve evolução na aderência às práticas recomendadas e melhoria na qualidade das explicações de não aderência.

Tabela 1
Estrutura de codificação das categorias de explicação

Categoria de explicações	**Subcategorias de explicações**	**Descrição**
Justificativa deficiente **A companhia divulga o desvio sem fornecer razões para o desvio.**	Adoção de recomendação em avaliação	A companhia declara que a aplicação da recomendação de código está sob avaliação.
	Prática alternativa em desenvolvimento	A companhia declara que está em desenvolvimento uma prática alternativa à recomendação.
	Declaração de alinhamento com outra norma	A companhia apenas declara que segue outras leis ou normas, embora a companhia não seja impedida de cumprir devido a essa lei ou norma específica.
	Declaração de conformidade futura	A companhia apenas declara que estará em conformidade no futuro.
	Justificativa vazia	A companhia fornece uma explicação que parece ser uma justificativa para seu desvio, mas que não possui nenhum poder explicativo, ou a companhia fornece um comentário, mas nenhuma explicação.
	Divulgação pura	A companhia apenas declara que se desvia da recomendação do código e pode, em alguns casos, repetir as palavras da recomendação do código. Mas nenhuma explicação é dada.
	Não relacionado à recomendação	A companhia fornece uma explicação que não está relacionada a essa recomendação específica de código (às vezes pode ser devido à má interpretação) ou inespecífica, em muitos casos relacionada ao princípio em geral ou a outra recomendação; ou a companhia fornece apenas uma cópia da explicação dada para qualquer outra recomendação.
Descrição de prática alternativa **A companhia apresenta uma solução alternativa para o problema de**	Prática alternativa de acordo com outra norma	A companhia descreve uma prática alternativa e declara que a prática declarada está alinhada com outra norma ou lei.
	Prática alternativa considerada em conformidade com o Código	A companhia não cumpre a recomendação, porque a companhia possui uma política ou prática alternativa (corporativa) que considera alinhada ao espírito do código.

governança que a recomendação do código aborda, mas não fornece justificativa para ter escolhido a solução declarada. É um tipo de explicação deficiente.	Prática alternativa temporária	A companhia descreve uma prática alternativa e declara explicitamente sua intenção de aplicar a prática recomendada no futuro, embora a companhia não apresente nenhuma justificativa para ter escolhido a atual solução declarada.
	Descrição pura da prática alternativa	A companhia apresenta uma solução alternativa para o problema de governança que a provisão do código aborda, mas não fornece nenhuma justificativa para ter escolhido a solução declarada.
Justificativa baseada em princípios **A companhia justifica o desvio com referência a problemas com a recomendação específica do código.**	Isenção considerada concedida por outra norma	A companhia justifica o desvio, salientando que outras leis ou normas concedem isenção à companhia, embora a companhia não seja impedida de cumprir devido a essa lei ou norma específica.
	Ineficácia / Ineficiência	A companhia declara que não aplica a prática recomendada porque acredita que a prática é ineficaz ou ineficiente.
	Prática julgada redundante	A companhia declara que não aplica a prática recomendada porque acredita que a prática é redundante ou que outras práticas já são suficientes para atender aos objetivos da recomendação.
Justificativa específica do contexto **Companhia justifica desvio com referência à sua situação específica.**	Tamanho ou composição do conselho	A companhia justifica que a recomendação não é aplicável ou inadequada para implementar devido à composição ou tamanho do conselho.
	Tamanho das operações	A companhia justifica um desvio em relação ao (pequeno) tamanho de suas operações, devido ao qual a aplicação da provisão do código parece inadequada ou impossível.
	Estrutura da companhia	A companhia justifica o desvio considerando o fornecimento de código inadequado ou impossível de implementar, dada a estrutura específica da companhia, incluindo as características de controle da companhia.
	Especificidades da indústria	A companhia justifica o desvio em relação às especificidades do setor e / ou atividades nas quais está envolvido, o que significa que a provisão do código é inadequada ou impossível de implementar.
	Padrões internos	A companhia justifica que a recomendação não é aplicável ou inadequada para implementar devido a padrões internos.
	Contexto internacional	A companhia justifica o desvio em relação a aspectos específicos de suas operações internacionais, o que significa que a provisão do código é inadequada ou impossível de implementar.
	Requerimentos contratuais	A Companhia justifica o desvio, porque deseja respeitar as leis, contratos e / ou acordos existentes, devido aos quais a aplicação da provisão do código é inadequada ou impossível.
	Outros	Outras justificativas específicas da companhia.
	Transitórias	A companhia justifica o desvio em relação a uma situação transitória que a companhia enfrenta, em consequência da qual uma aplicação do código não foi possível ainda ou temporariamente não é possível.

Fonte: Elaborado pelo autor

Os informes referentes ao primeiro ano do "pratique ou explique" (2018) não foram analisados ou codificados neste estudo. Utilizamos, como base para as análises, os resultados obtidos por Manzanares e Leal (2020).

Os códigos, ou categorias, foram criados no NVivo, permitindo a execução da etapa de codificação, que foi executada através da leitura das explicações providas para cada prática

recomendada e associada a cada um dos códigos, conforme as descrições de cada categoria de explicação (Figura 9).

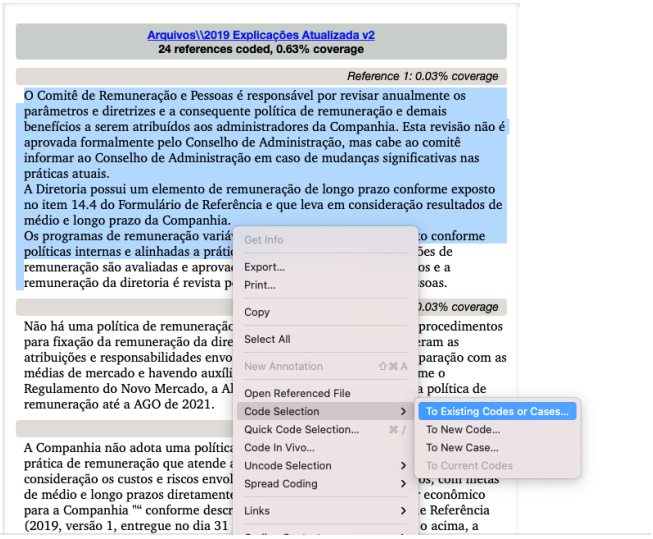

Figura 9. NVivo – Atividade de codificação.

A análise qualitativa do conteúdo das explicações providas pelas empresas, para os casos em que afirmaram não aderência ou aderência parcial à prática recomendada, ocorreu através de um processo de investigação dessas explicações buscando em cada uma delas a presença de elementos relacionados às circunstâncias predominantes e então codificar essa explicação à uma das categorias.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

De uma maneira geral os resultados obtidos nesse estudo permitem concluir que houve uma evolução no nível de aderência às práticas recomendadas ao longo dos três primeiros anos da IN586, porém em alguns aspectos foram identificadas evidências que apontam para possível retrocesso com relação à essência do "pratique ou explique". A Tabela 2 mostra uma relação dos tópicos das cinco práticas recomendadas com maior índice de aderência em 2020, organizada por ordem sequencial, e o número da referida prática. A descrição integral da prática recomendada pode ser consultada no Apêndice B ou em GT Interagentes (2016), em outras colunas demonstrando o percentual de aderência dessas práticas nos anos anteriores. Os dados referentes a 2018 foram extraídos de Manzanares e Leal (2020).

Tabela 2
Práticas recomendadas com maior aderência

Posição 2020	Tópico da Prática Recomendada	2020 %	2019 %	2018 %
1	Clareza e conteúdo das atas de reunião do conselho (2.9.3)	100	100	98
2	O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração (2.3.1)	97	98	95
3	Forma e conteúdo da ata da assembleia de acionistas (1.3.2)	97	93	94
4	Definição de regras e responsabilidades dos agentes de governança (5.2.1)	95	94	94
5	Diretrizes do canal de denúncias (5.1.3)	91	90	86

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme ilustrado na Tabela 2, na prática 1.3.2, que se refere à ata da assembleia de acionistas, houve uma redução no nível de aderência em 2019, mas no período seguinte houve evolução, ficando com o nível de aderência de 97&. Tanto em 2020 quanto em 2019 essas foram as cinco práticas com maior nível de aderência. A prática 5.1.3 relacionada com o canal de denúncias em 2018 ocupava a 7ª posição, mas demonstrou expressivo aumento no número de empresas aderentes e saltou para a 5ª posição nos anos subsequentes.

O percentual de aderência não envolve análise das explicações, ele é determinado de forma quantitativa, apenas pela observação das respostas das empresas com relação à prática recomendada. Esses percentuais representam o número de empresas que responderam "Sim" ou, em outras palavras, que aderem totalmente à prática recomendada.

A quantificação das cinco práticas com menor nível de aderência, evidenciadas na Tabela 3 também conduz à constatação de que houve, na maioria dos casos, uma evolução contínua no nível de aderência das empresas a essas práticas recomendadas.

Com exceção da prática de menor aderência (2.2.1) que, entre 2018 e 2020, permaneceu estável em termos percentuais, as demais tiveram uma evolução importante. Em 2018, a segunda prática com menor nível de aderência foi a 5.3.2, relacionada com as diretrizes para a política sobre transações com partes relacionadas com apenas 30% das empresas aderentes. Em 2020, a segunda prática com menor nível de aderência possui 39% de aderência.

Tabela 3
Práticas recomendadas com menor aderência

Posição 2020	Descrição da Prática Recomendada	2020 %	2019 %	2018 %
1	Critérios de Independência do Conselho de Administração (2.2.1)	18	20	18
2	Composição e funcionamento do Comitê de Auditoria (4.1.1)	39	34	31
3	Avaliação dos conselheiros e comitês (2.4.1)	41	40	34
4	Envolvimento do conselho no desenvolvimento e aprovação do plano de sucessão do CEO (2.5.1)	42	39	40
5	Diretrizes para política de transações com partes relacionadas (5.3.2)	43	37	30

Fonte: Elaborado pelo autor

Essa constatação de que há uma evolução na aderência do "pratique ou explique" também é confirmada nos estudos quantitativos realizados com todas as empresas que reportaram nos três anos (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018, 2019, 2020). Esses estudos consideram todas as 54 práticas recomendadas e todas as empresas que foram obrigadas a reportar o informe sobre o código e cujo informe estava disponível até a data de coleta. Em 2018 esses estudos consideraram 95 empresas, em 2019 foram 338 e, em 2020, foram 360 empresas.

Os estudos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) demonstraram uma evolução do nível geral de aderência saindo de 41% em 2018, passando por 51,1% em 2019 até o último indicador de 54,3% em 2020. A evolução mais discreta entre 2019 e 2020 pode estar relacionada à atipicidade do ano de 2020 que colocou um desafio importante relacionado às mudanças requeridas para continuidade dos negócios ameaçada pelos reflexos diversos da pandemia do novo coronavírus. Ainda que o prazo para submissão do informe em 2020 tenha sido dilatado, é de se esperar que grande parte do esforço das organizações estivesse orientado para os ajustes de estratégia e o acompanhamento da evolução dos impactos da pandemia (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2020).

A análise quantitativa dos números e percentuais de aderência deste estudo e dos estudos completados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) permitem concluir que há uma contínua evolução no nível de aderência ao código, tanto quando olhamos especialmente o mesmo grupo de empresas que iniciou o informe em 2018 e evoluiu nos dois anos seguintes, como quando se analisa o grupo integral das empresas de capital aberto.

Embora a análise quantitativa dos números e percentuais de aderência às práticas apontem para uma evolução, não é suficiente quando o objetivo do estudo pressupõe capturar a flexibilidade que o "pratique ou explique" propõe na sua filosofia. O código reúne recomendações de melhores práticas que podem propiciar níveis mais adequados de governança corporativa, ao mesmo tempo que nem todas as empresas se beneficiam da mesma forma com a aderência a essas práticas e por isso as explicações são uma parte importante. A investigação das explicações permitiu entender quais são as justificativas que suportam a não aderência à prática e a legitimidade dessas explicações.

A identificação das narrativas que estão contidas nas explicações permite criar elementos para concluir se as empresas que não seguem uma determinada prática possuem uma explicação coerente ou abusam da flexibilidade que a filosofia do "pratique ou explique" oferece.

Como exemplo, a análise qualitativa das explicações para não adoção da prática 2.2.1 (Tabela 3), que permanece estável com menor nível de aderência, permitiu compreender as justificativas predominantes e, nesse caso, foram 166 explicações analisadas para 2019 e 2020, sendo que 44% dessas explicações apontam para o fato de essas empresas não adotarem a prática porque estão alinhadas com os requerimentos especificados nos níveis de listagem da B3 que requer um menor número de membros independentes no conselho (20% ao invés de um terço). Outras 28% das explicações apenas se limitaram a descrever as suas práticas sem tentar justificar o porquê não adotam a prática recomendada.

A descrição integral da prática 2.2.1 fala sobre os itens que o estatuto social da empresa deve conter sobre a composição do conselho de administração, sendo eles:

(i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes;
(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:
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;
b) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da companhia;
c) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com acionistas, conselheiros ou diretores da companhia; ou
d) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na companhia. (GT Interagentes, 2016, pp. 31-32).

Abaixo exemplos de explicações categorizadas como prática alinhada com outra norma. O nome das empresas foi excluído e foram sublinhados trechos do texto para indicar aspectos relevantes para a análise:

Exemplo 1:

"O Conselho de Administração do xxxx é composto por 5 a 11 membros efetivos e até igual número de suplentes, todos acionistas ou não, residentes ou não no País, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 1 (um) ano, sendo permitida a reeleição. Findo o mandato, os membros do Conselho de Administração permanecerão no exercício de seus cargos até a posse dos novos membros eleitos. Nos termos do parágrafo 3°, artigo 7°, do estatuto social da Companhia, e seguindo a adesão ao Nível 2 de governança corporativa da B3, nos termos do parágrafo 1°, artigo 1°, do Estatuto Social da Companhia, o conselho de administração da Companhia deve ser composto de, no mínimo, 20% (vinte por cento) de membros independentes, sem previsão para a sua maioria ser composta por membros externos."

Exemplo 2:

"Em relação ao item (i) atende, apesar de não ter a previsão estatutária, pois dos Conselheiros da Companhia dos 5 membros 2 são independentes, o que julga adequado, por estar de acordo com as regras do Novo Mercado de Governança da B3. Quanto ao item (ii) entende-se, no entanto, que está sendo atendido de forma parcial. A companhia publica quem são os membros independentes, bem como indica que considera as regras do Novo Mercado de Governança da B3 como base do que considera para comprometer a independência. Mais informações sobre os membros do conselho, vide item 12 do Formulário de Referência – Versão 1, entregue em 29.05.2020."

A B3 é uma empresa independente, responsável pela operação da maior bolsa de valores do Brasil e é uma das entidades membro do Grupo Interagentes que construiu e subscreveu o conjunto de 54 práticas que compõem o código brasileiro de governança corporativa para empresas de capital aberto. A adoção dos níveis diferenciados de listagem da bolsa com base em aspectos relacionados com as práticas de governança corporativa: Nível 1, 2 e Novo Mercado etc., foi

fundamental para o amadurecimento das práticas de governança corporativa no Brasil (Di Miceli da Silveira & Saito, 2008).

No primeiro exemplo a empresa não tenta justificar porque não adota a prática recomendada, mas aponta que segue as normas da B3 para o Nível 2 de listagem que requerem um percentual menor de conselheiros independentes e não requer que a maioria seja de externos. A prática exigida para listagem é um requerimento da empresa B3 para que a empresa possa ser listada naquele segmento. A prática recomendada pelo código brasileiro de governança corporativa estabelece diretrizes que se entende por serem melhores práticas de governança corporativa ainda que algumas empresas possam ter contextos específicos que justifiquem outras práticas mais adequadas e por isso a filosofia do "pratique ou explique" sugere que a explicação para a não adoção aponte os motivos pelos quais a prática não é adotada. No caso desse primeiro exemplo, a explicação parece não acatar a legitimidade do código brasileiro de governança corporativa e apenas apontar que segue outra norma.

No segundo exemplo a empresa também não justifica porque não adota os critérios de avaliação de independência dos conselheiros promovidos pela prática recomendada no código, mas apenas promove os requerimentos de avaliação de independência especificados pelo nível de listagem Novo Mercado, exigido pela B3. A empresa poderia estar alinhada com ambos os requerimentos porque o código brasileiro de governança corporativa não exerce conflito com as exigências da B3, mas apenas complementa.

Outros exemplos de explicações que foram classificadas na categoria em que as empresas apenas descrevem suas práticas alternativas. O nome das empresas foi excluído e os grifos incluídos para indicar aspectos relevantes para a análise:

Exemplo 3:

"O Estatuto Social da companhia prevê que o Conselho de Administração seja composto por 8 (oito) membros, sendo um destes, obrigatoriamente, o Diretor-Presidente da Companhia, eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, ressalvado o Conselheiro representante dos empregados. É assegurado aos acionistas minoritários o direito de eleger até 2 (dois) membros do Conselho de Administração. A composição do Conselho de Administração observará a participação de, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento), de membros independentes, nos termos do artigo 22 lei 13.303/2016. É garantida na composição do Conselho de Administração a participação de um representante dos empregados da Companhia, nos termos do art. 19 da Lei 13.303/2016."

Exemplo 4:

"O Estatuto Social da Companhia não contempla disposição quanto ao número de Conselheiros independentes. O Nível I de listagem da Bolsa tampouco faz exigência similar. A identidade dos Conselheiros independentes, assim como os critérios adotados pela Companhia para qualificá-los, estão descritos no Formulário de Referência, nos itens 12.1: 12.5/6: 12.7/8. Os membros do conselho de administração são indicados e eleitos, inclusive para os comitês internos (auditoria, estratégico e recursos humanos), levando-se em conta a disponibilidade de tempo, a diversidade de conhecimento, formação e experiências profissionais vivenciadas, conforme descrito no Formulário de Referência."

Os exemplos 3 e 4 mostram uma tipificação de explicação dominante em que as empresas se limitam a explicar quais são as suas práticas alternativas sem discutir o mérito das práticas recomendadas. No caso do exemplo 3, seria interessante saber por que a empresa optou por adotar o critério de 25% dos membros independentes e não o terço recomendado pelo código. E, no caso do exemplo 4, por que os critérios de eleição dos conselheiros não se alinham com os critérios estabelecidos na prática.

A Tabela 4 traz o painel com a distribuição frequencial das categorias de explicação para os três anos deste estudo. As frequências relativas a 2018 foram extraídas de Manzanares e Leal (2020).

Incluímos no Apêndice C a relação completa do resultado das categorizações para cada prática recomendada para o ano de 2019 e 2020.

Tabela 4
Distribuição frequencial das categorias de explicação

	2018	2019	2020
Descrição de prática alternativa	**41,49%**	**61,67%**	**63,85%**
Apenas descrição de prática alternativa	25,83%	42,21%	46,31%
Prática alternativa alinhada com o código	5,18%	11,71%	9,77%
Prática alternativa alinhada com outra norma	3,32%	4,75%	5,92%
Prática alternativa temporária	7,27%	3,01%	1,85%
Explica mas pratica	**1,16%**	**1,94%**	**2,38%**
Justificativa de Contexto Específico	**8,32%**	**3,14%**	**4,15%**
Composição do conselho ou tamanho	0,47%	0,33%	0,69%
Contexto Internacional	0,29%	0,07%	0,08%
Especificidade do segmento	0,52%	0,07%	0,00%
Estrutura da companhia	2,79%	0,33%	0,46%
Outros	0,70%	0,27%	0,38%
Padrões internos	0,23%	0,20%	0,00%
Requerimentos contratuais ou legais	0,76%	1,07%	1,46%
Tamanho da operação	1,05%	0,74%	0,85%
Transitório	1,51%	0,07%	0,23%
Justificativa deficiente	**45,43%**	**28,70%**	**25,92%**
Adoção em avaliação	1,69%	2,01%	1,62%
Declaração de alinhamento com outra norma	2,97%	4,62%	4,31%
Declaração de compliance futuro	12,80%	11,44%	9,54%
Divulgação pura	7,33%	6,29%	6,38%
Justificativa vazia	15,76%	3,21%	3,54%
Não relacionada com a prática	3,84%	0,74%	0,46%
Prática alternativa em desenvolvimento	1,05%	0,40%	0,08%
Justificativa em princípios	**3,49%**	**4,55%**	**3,69%**
Inefetividade Ineficiência	0,64%	0,27%	0,46%
Isenção considerada concedida por outra norma	0,47%	0,54%	0,23%
Prática julgada redundante	2,39%	3,75%	3,00%

Fonte: Elaborado pelo autor

O aumento do nível de aderência, no aspecto quantitativo, das empresas ao código brasileiro de governança corporativa estabelece um contexto importante para interpretação dos resultados das análises qualitativas apresentados na Tabela 4.

Manzanares e Leal (2020) encontraram 62,96% de aderência às 43 práticas para o grupo de 108 empresas analisadas. Em 2019 a aderência do mesmo grupo de empresas a essas práticas subiu para 66,24% e em 2020 para 70,36%. Isso significa que a quantidade de explicações analisadas foi reduzindo na mesma proporção. Em 2018 foram analisadas 1.720 explicações, em 2019 foram 1.495 e em 2020 foram 1.300 explicações.

É importante mencionar que neste estudo, assim como em Manzanares e Leal (2020), não foram avaliadas as explicações ou comentários, requeridos em alguns casos para as práticas recomendadas, das empresas que responderam adotar integralmente. O estudo assume que, quando a resposta é "sim", a empresa adota a prática em sua totalidade e descartaram-se as explicações. Também não foram feitas conferências se as práticas mencionadas nas explicações eram aplicadas pelas empresas.

A queda do percentual, de 8,32% em 2018 para 4,15% em 2020, bem como, em números absolutos, das explicações de contexto específico foi expressiva, mas não tivemos acesso ao resultado da codificação feita naquele estudo para poder explorar melhores análises. De todas as formas, essa queda é um retrocesso porque essa categoria de explicações é a categoria que demonstra alinhamento com o espírito do "pratique ou explique". Estudos do RiskMetrics Group (2009) para 18 países europeus apontaram um percentual bastante mais elevado 34% de explicações de contexto específico. As explicações de contexto específico são aquelas que melhor refletem a filosofia do "pratique ou explique". Quando a empresa justifica a não adoção de uma prática em função de questões específicas ao seu contexto como a estrutura de controle, tamanho da operação, entre outros.

Hooghiemstra e Van Ees (2011) estudaram o caso holandês e concluíram que a forma como o modelo flexível do "pratique ou explique" é aplicado conduz a uma homogeneização na maneira como as empresas explicam os desvios aos códigos. Também sugerem que a baixa frequência de explicações relacionadas a contexto específico deve aquecer o debate sobre a necessidade de maior imposição com relação à adoção ao código.

O aumento no número de explicações classificadas como descrição de práticas alternativas reforça o entendimento de que a filosofia do "pratique ou explique" ainda não foi incorporada pelas empresas. Quer seja por não reconhecer a legitimidade do código brasileiro de governança corporativa, quer seja por não haver desejo de justificar a não adoção de uma prática.

O fato de uma empresa descrever uma prática alternativa sem oferecer uma justificativa para a não adoção da prática recomendada não representa em si um problema ou que a prática adotada seja insuficiente; mas a empresa perde a oportunidade de oferecer mais informações sobre o contexto que levou à decisão por uma prática alternativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) publicou em 2018 (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018) o relatório contendo uma análise quantitativa e qualitativa dos resultados do primeiro ano da prática do "pratique ou explique" e formalizou críticas importantes sobre a adoção da prática. Sobre as justificativas:

> Poucas são as explicações que apontam efetivamente uma justificativa, e mais raras ainda são as justificativas baseadas no contexto da companhia. Na maioria das vezes, não se sabe, pela explicação fornecida, o real motivo do não cumprimento integral da prática recomendada. (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018, p. 14).

O aumento de frequência na categoria de "apenas descrição de práticas alternativas" combinado com a redução, também acentuada, de "justificativa deficiente" de 2018 para 2019 e manutenção dessa tendência em 2020 é um bom sinal e representa uma evolução na maturidade das empresas que passaram a adotar e descrever alguma prática ao invés de prover explicações evasivas, consideradas vazias.

É esperado que o modelo do "pratique ou explique" conduza as empresas a um processo contínuo de reflexão sobre suas práticas e estruturas de governança corporativa e, em função do dinamismo de requerer o informe todos os anos, promova uma evolução das práticas na medida em que as empresas precisam continuar comunicando com transparência à sociedade como estão evoluindo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a evolução da aderência do "pratique ou explique" nos seus três primeiros anos de aplicação no Brasil (2018 a 2020), estendendo parte do estudo de Manzanares e Leal (2020) sobre o primeiro de adoção. De forma mais específica, foram investigadas as características das explicações providas para a não aderência ou aderência parcial a 43 das 54 práticas recomendadas no código. Para análise e codificação dessas explicações, foi adotada a mesma estrutura conceitual de Manzanares e Leal (2020) que foi aprimorada e adaptada de Seidl et al. (2009). O escopo de análise do estudo foi limitado para o mesmo grupo de empresas que iniciou o "pratique ou explique" em 2018.

Os resultados desse estudo demonstraram que as empresas brasileiras aumentaram significativamente o seu nível de aderência ao código brasileiro de governança corporativa, mas continuam, em grande parte, a oferecer explicações insuficientes para as práticas não adotadas ou adotadas parcialmente, o que está desalinhado com o princípio do "pratique ou explique". A maioria das explicações analisadas busca descrever as práticas alternativas empregadas, sem justificar os motivos para não adoção da prática recomendada. Nesse sentido esse achado é consistente com outros estudos que avaliaram a qualidade das explicações em outros países que aplicam o princípio do "pratique ou explique" (Arcot et al., 2010; Hooghiemstra & Van Ees, 2011; RiskMetrics Group, 2009; Seidl et al., 2013).

Nesse contexto, é possível dizer, ainda assim, que houve uma evolução na qualidade das explicações visto que mais empresas passaram a descrever práticas alternativas e menos empresas tiveram suas explicações enquadradas como deficientes, e esse é um sinal do amadurecimento do processo. Observou-se, também, uma evolução no nível de adoção das práticas ao longo dos três primeiros anos de vigência da IN586.

Por outro lado, foi constatada a redução do percentual de explicações de contexto específico, o que é um sinal preocupante e um indicador de que a flexibilidade oferecida pelo "pratique ou explique" pode estar sendo abusada ou não compreendida de forma ampla, aquecendo o debate sobre a necessidade de regulamentações impositivas.

De fato, as explicações de contexto específico seriam as justificativas desejadas para que se pudesse compreender, de forma clara, a situação particular de cada empresa e por qual motivo a prática recomendada não seria a melhor a ser adotada num determinado momento, reafirmando-se, assim, o acerto da sistemática adotada pelo código que não impõe as práticas recomendadas.

Não é possível concluir se a redução das explicações de contexto específico faz parte do processo de adaptação e evolução desse princípio ou se as empresas estão fazendo uso inadequado da flexibilidade que ele permite. Os estudos similares realizados (Arcot et al., 2010; Hooghiemstra & Van Ees, 2011; RiskMetrics Group, 2009; Seidl et al., 2013) consideraram realidades com maior tempo de experiência. Na Holanda, onde o princípio foi implementado em 2003, Hooghiemstra e Van Ees (2011), estudaram cinco anos depois do início. O Brasil está em seu terceiro ano, mas apenas 108 empresas foram obrigadas a submeter o informe desde 2018, sendo que 2020 pode ser considerado um ano atípico em função dos severos impactos ocasionados pela pandemia do coronavírus.

Contudo fica evidente a mensagem para as empresas brasileiras, que aproveitem a flexibilidade associada a esse tipo de regulamentação que não impõe práticas, mas permite que cada empresa justifique quando não segue, beneficiando o amadurecimento das práticas de governança corporativa de forma abrangente.

O presente estudo contribui quando captura os progressos e retrocessos das empresas na preparação das explicações para a não adoção ou adoção parcial das práticas, fornecendo perspectivas de melhoria nas explicações por parte das empresas assim como elementos para que os órgãos reguladores e os autores do Código Brasileiro de Governança Corporativa possam utilizar nas futuras revisões do código e suas recomendações.

Como preconizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2018), o informe sobre o código de governança corporativa é um processo dinâmico que propicia uma reflexão contínua e um aprimoramento nas práticas de governança e na comunicação com a sociedade. Ainda é cedo para julgar se a adoção do "pratique ou explique" no Brasil está sendo bem-sucedida, mas há evidências de que há maior adoção das práticas do código.

Algumas práticas recomendadas pelo código brasileiro de governança corporativa possuem mais de um item de observância. O presente estudo identificou que as empresas que não adotam essas práticas ou adotam parcialmente, utilizam de argumentos diferentes para explicar cada um dos itens de observância. Por exemplo: se uma prática recomendada possui cinco itens de observância e uma empresa não adere ou adere parcialmente a três desses itens, a explicação pode incluir três diferentes argumentos, um para cada item e, nesses casos, foi identificado o argumento mais representativo para proceder à categorização da explicação. Nesse sentido a objetividade da categorização dessas explicações foi comprometida porque foi necessário eleger uma parte da justificativa para representar o todo. Uma simplificação na descrição de práticas recomendadas, que possuem múltiplos itens de observância, beneficiaria a aderência das empresas ao código tanto quanto facilitaria as explicações das empresas

Um desafio encontrado para a condução deste estudo foi a construção das etapas de preparação e organização da informação no *software* NVivo para que a análise das explicações e sua codificação pudesse ser executada. Não encontramos referências suficientemente abrangentes em estudos similares e, nesse sentido, este estudo cumpre o seu objetivo secundário ao descrever os passos adotados com riqueza de detalhes para que outros pesquisadores possam replicar estudos dessa natureza.

As limitações estabelecidas para este estudo podem também servir de oportunidade para pesquisas futuras. A mais importante foi a delimitação deste estudo em uma análise qualitativa das explicações do mesmo grupo de empresas que iniciou a prática em 2018. A expansão do escopo para todas as empresas que reportaram em 2019 e 2020 pode trazer entendimentos importantes como, por exemplo, se o perfil da narrativa das explicações dessas empresas que já percorreram três anos do "pratique ou explique" são semelhantes quando comparado ao resultado do grupo maior de todas as empresas que atualmente são obrigadas a reportar.

Outra oportunidade de pesquisa está relacionada a estabelecer correlação entre o setor de atuação das empresas e o resultado das análises qualitativas e o próprio índice de aderência ao código. Alguns segmentos podem apresentar maior índice de aderência ou predominância de uma categoria nas explicações comparado com outros segmentos e essa compreensão pode apoiar os profissionais das áreas de governança corporativa a buscar exemplos, bem como aos reguladores compreender como as diferentes práticas são adotadas em setores específicos da economia.

O estudo de Manzanares e Leal (2020) que se aprofundou nas explicações de 2018, primeiro ano do "pratique ou explique", constatou que algumas características como tamanho, concentração de propriedade e performance estavam associadas à decisão da empresa em explicar a não aderência de forma mais genérica ou não informativa ou ainda justificar o contexto específico para não adoção. Contudo, por se tratar do primeiro ano, não puderam concluir de forma definitiva sobre a influência dessas características.

REFERÊNCIAS

Arcot, S., & Bruno, V. (2006). *In letter but not in spirit: An analysis of corporate governance in the UK*. (Working Paper). London School of Economics. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784

Arcot, S., Bruno, V., & Faure-Grimaud, A. (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, *30*(2), 193-201. doi:10.1016/j.irle.2010.03.002

Associação Brasileira de Normas Técnicas. ABNT. (2018). *NBR ISO 31000: Gestão de riscos – diretrizes*. Rio de Janeiro, São Paulo: ABNT.

Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, É. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, *11*(1), 21-38. doi:10.1016/j.ememar.2009.09.004

Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, *18*(4), 934-952. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001

Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, *20*(2014), 176-195. Recuperado de http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/51867.pdf

Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. London: Gee and Co.

Ching, H. (2011). Contribuição das boas práticas do mercado para a eficiência na gestão de risco corporativo. *Rebrae. Revista Brasileira de Estratégia*, Curitiba, *4*(3), 257-273.

Comissão de Valores Mobiliários. CVM. (2017). *Instrução Normativa CVM 586, de 08 de julho de 2017*. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Recuperado de http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. COSO. (2017). *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*. Recuperado de https://www.coso.org/Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf

Degenhart, L., Leite, M., Silva, A. da, Silva, M. Z. da, & Fernandes, F. C. (2017). Relação entre presença de comitê de gestão de risco e desempenho econômico em companhias brasileiras. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, *16*(1), 4-21. Recuperado de http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-44642017000100002&lng=pt&tlng=pt

Di Miceli da Silveira, A., & Saito, R. (2008). *Corporate governance in Brazil: Landmarks, Codes of Best Practices, and Main Challenges*. Recuperado de https://ssrn.com/abstract=1268485. doi: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1268485

Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee, The. (2008). *Dutch Corporate Governance Code*. Recuperado de https://www.mccg.nl/monitoring-committee

Financial Reporting Council. FRC. (2012). *What constitutes an explanation under 'Comply or Explain'?* Report of discussions between companies and investors. Recuperado de https://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-exlpain.pdf

Florio, C., & Leoni, C. (2016). *Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. The British Accounting Review, 49*(1), 56-74. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/306285674_Enterprise_risk_management_and_firm_performance_The_Italian_case

GT Interagentes. (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias abertas*. São Paulo: IBGC.

Hooghiemstra, R. (2012). What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code? *Accounting and Business Research*, *42*, 1-27.

Hooghiemstra, R., & Van Ees, H. (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, *5*(1), 480-498.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC. (2018). *Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC. (2019). *Pratique ou explique: Análise qualitativa dos informes de governança corporativa*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC. (2020). *Pratique ou explique: Análise qualitativa dos informes de governança corporativa*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics (JFE), 3*(4). Recuperado de https://ssrn.com/abstract=94043

Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: A recent literature survey. *Revista de Administração*, *39*(4), 327-337.

Lei n. 9.504, de 30 de setembro de 1997. Estabelece normas para as eleições. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9504.htm

Lei n. 13.165, de 29 de setembro de 2015. Altera as Leis nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 - Código Eleitoral, para reduzir os custos das campanhas eleitorais, simplificar a administração dos Partidos Políticos e incentivar a participação feminina. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13165.htm

Manzanares, M. D., & Leal, R. P. C. (2020). The first year of mandatory comply or explain in Brazil. *Latin America Business Review*, 1-32. doi: 10.1080/10978526.2020.1749844

Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OECD. (2013). *Trends and factors impacting on Latin american equity market development*. OECD Publishing. Recuperado de https://www.oecd.org/daf/ca/Trends-And-Factors-Latin-American-Equity-Markets-2013-Roundtable.doc.pdf

Riskmetrics Group. (2009). *Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states*. Brussels. Recuperado de https://www.guberna.be/sites/default/files/public/2020-03/study_on_monitoring_and_enforcement_practices_in_corporate_governance_in_the_member_states.pdf

Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal* , (34), 202-222.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. Porto Alegre: Penso.

Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2009). *Applying 'Comply or Explain': Conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany* (Research Working Paper n. 389). University of Cambridge Centre for Business. Recuperado de https://www.cbr.cam.ac.uk/publications/working-papers/2009/

Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2013). Applying the 'comply-or-explain' principle: Discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management and Governance*, *17*(1), 791-826.

Tao, N., & Hutchinson, M. (2013). *Corporate governance and risk management: The role of risk management and compensation committees*. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/285945934_Corporate_governance_and_risk_management_The_role_of_risk_management_and_compensation_committees

Teixeira, A. N. (2020). *Análise qualitativa com o programa NVivo*. Produção Técnica. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Wymeersch, E. (2005). The enforcement of corporate governance codes. *Journal of Corporate Law Studies*, (6), 113-138.

APÊNDICE A – Relação das 95 empresas obrigadas, pela regulação, a divulgar o informe CBGC (2018)

Aes Tietê Energia S.A.

Aliansce Shopping Centers S.A.

Alupar Investimento S.A.

Ambev S.A.

B2W Companhia Digital

B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

Banco do Brasil S.A.

Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.

Banco Santander (Brasil) S.A.

BB Seguridade Participações S.A.

BR Malls Participações S.A.

BR Properties S.A.

Banco Bradesco S.A.

Bradespar S.A.

Braskem S.A.

BRF S.A.

CCR S.A.

CESP - Companhia Energética de São Paulo

Cia de Saneamento Básico de São Paulo

Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG

Cia Hering

Cia Siderúrgica Nacional

Cia. de Saneamento do Paraná - SANEPAR

Cielo S.A.

Companhia Brasileira de Distribuição

Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Grendene S.A.

Hypera S.A.

Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

Iochpe - Maxion S.A.

Itaú Unibanco Holding S.A.

Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.

JBS S.A.

Klabin S.A.

Kroton Educacional S.A.

Light S.A.

Localiza Rent a Car S.A.

Lojas Americanas S.A.

Lojas Renner S.A.

M. dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos

Magazine Luiza S.A.

Marcopolo S.A.

Marfrig Global Foods S.A.

Metalúrgica Gerdau S.A.

Minerva S.A.

MRV Engenharia e Participações S.A.

Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.

Multiplus S.A.

Natura Cosméticos S.A.

Odontoprev S.A.

Companhia de Saneamento de Minas Gerais - COPASA

Companhia Paranaense de Energia - COPEL

Cosan S.A. Indústria e Comércio

CPFL Energia S.A.

CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista

CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.

Cyrela Brazil Realty Empreend e Part.

Duratex S.A.

Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.

EDP Energias do Brasil S.A.

Eletrobras Participações S.A. - ELETROPAR

Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

Embraer S.A.

Energisa S.A.

Engie Brasil Energia S.A.

Equatorial Energia S.A.

Estácio Participações S.A.

Eztec Empreendimento e Participações S.A

Fibria Celulose S.A.

Fleury S.A.

Gafisa S.A.

Gerdau S.A.

Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS

Porto Seguro S.A.

QGEP Participações S.A.

Qualicorp S.A.

Raia Drogasil S.A.

Randon S.A. Implementos e Participações

Rumo S.A.

São Martinho S.A.

Ser Educacional S.A.

Smiles Fidelidade S.A.

Sul América S.A.

Suzano Papel e Celulose S.A.

Telefônica Brasil S.A.

Tim Participações S.A.

Totvs S.A.

Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.

Tupy S.A.

Ultrapar Participações S.A.

Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.

Vale S.A.

Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A.

Viavarejo S.A.

WEG S.A.

Empresas que divulgaram o informe CBGC voluntariamente em 2018 (13 empresas):

Anima Holding S.A.

Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

Conpel Cia Nordestina Papel S.A.

Cosan Logística S.A.

Encalso Participações em Concessões S.A.

International Meal Company Alimentação S.A.

Jereissati Participações S.A.

Mendes Junior Engenharia S.A.

Minasmaquinas S.A.

Nortec Química S.A.

Sonae Sierra Brasil S.A.

Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.

Wiz Soluções em Corretagem de Seguros S.A.

Alterações amostra em 2019 em relação a 2018

Dados ausentes da base de dados* :
Conpel Companhia Nordestina de Papel;
Encalso Participações em Concessões;
São Martinho
*As empresas não reportaram até a data da coleta ou optaram por manter seus informes confidenciais.

Adquirida ou incorporada por outra empresa da lista:
Fibria Papel e Celulose (adquirida pela Suzano).

Fechou o capital:
Multiplus.

Alterações amostra em 2020 em relação a 2018

Dados ausentes da base de dados* :
Conpel Companhia Nordestina de Papel;
São Martinho
*As empresas não reportaram até a data da coleta ou optaram por manter seus informes confidenciais.

Adquirida ou incorporada por outra empresa da lista:
Fibria Papel e Celulose (adquirida pela Suzano).

Fechou o capital:
Multiplus.

APÊNDICE B – Práticas Recomendadas – Código Brasileiro de Governança Corporativa

Capítulo 1 - Acionistas

1.1.1 O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.

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.

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.

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.

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.

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

Capítulo 4 – Órgãos de Fiscalização e Controle

4.1.1. O comitê de auditoria estatutário deve:

(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;

(ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente;

(iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente; e

(iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.

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.

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.

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.

4.4.1 A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.

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

definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros).
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.
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.

Capítulo 2 – Conselho de Administração
2.2.1 O estatuto social deve estabelecer que:
(i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes;
(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:
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;
b) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da companhia;
c) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com acionistas, conselheiros ou diretores da companhia; ou
d) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na companhia.
2.2.2 O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça:
(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;
(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.

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.
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.
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.

Capítulo 5 – Ética e Conflito de Interesse
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.
5.1.2 O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve:
(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;
(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;
(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);
(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.
5.1.3 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

2.3.1 O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.
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.
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.
2.8.1 O conselho de administração deve ter um regimento interno, que normatize suas responsabilidades, atribuições e regras de funcionamento, incluindo:
(i) as atribuições do presidente do conselho de administração (ver 2.3);
(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.
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.
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.
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.

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.
5.2.1 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.
5.2.2 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.
5.2.3 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.
5.3.1 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.
5.3.2 O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras:
(i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos;
(ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas;
(iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores;
(iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros;
(v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas.

Capítulo 3 - Diretoria

3.1.1 A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas neste Código:

(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 (ver 2.1.1 (ii) e capítulo 4); e

(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 (ver capítulo 5).

3.1.2 A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

APÊNDICE C – Resultado da codificação

- Informes de 2019 -

	Soma	%	1.1.1	1.3.1	1.3.2	1.5.1	1.6.1	1.7.1	2.1.1	2.2.1	2.2.2	2.3.1	2.4.1	2.5.1	2.6.1	2.7.1	2.8.1	2.9.1	2.9.2	3.1.1	3.1.2	3.2.1	3.3.1	3.3.2	3.4.1	3.4.2
Descrição de prática alternativa	**922**	**61,67%**	**17**	**10**	**2**	**19**	**20**	**52**	**25**	**72**	**41**	**1**	**29**	**17**	**20**	**13**	**12**	**29**	**30**	**11**	**26**	**-**	**23**	**30**	**21**	**15**
Apenas descrição de prática alternativa	**631**	**42,21%**	13	5	2	7	11	39	20	28	23	-	19	12	18	8	6	29	21	10	21	-	23	26	15	15
Prática alternativa alinhada com o código	**175**	**11,71%**	4	1	-	6	3	7	1	9	4	1	7	1	2	5	6	-	9	1	5	-	-	4	6	-
Prática alternativa alinhada com outra norma	**71**	**4,75%**	-	-	-	5	4	1	-	33	10	-	2	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática alternativa temporária	**45**	**3,01%**	-	4	-	1	2	5	4	2	4	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Explica mas pratica	**29**	**1,94%**	**-**	**1**	**5**	**1**	**1**	**-**	**1**	**-**	**-**	**-**	**-**	**9**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1**	**1**	**2**	**1**	**-**
Justificativa de Contexto Específico	**47**	**3,14%**	**2**	**-**	**-**	**1**	**1**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**4**	**1**	**1**	**-**	**-**	**5**	**-**	**-**	**9**	**1**	**2**	**3**	**-**
Composição do conselho ou tamanho	**5**	**0,33%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-
Contexto Internacional	**1**	**0,07%**	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Especificidade do segmento	**1**	**0,07%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estrutura da companhia	**5**	**0,33%**	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	-	-	-
Outros	**4**	**0,27%**	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Padrões internos	**3**	**0,20%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Requerimentos contratuais ou legais	**16**	**1,07%**	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	1	-	-	8	-	1	3	-
Tamanho da operação	**11**	**0,74%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-
Transitório	**1**	**0,07%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Justificativa deficiente	**429**	**28,70%**	**10**	**6**	**-**	**20**	**6**	**1**	**-**	**9**	**20**	**1**	**31**	**30**	**10**	**1**	**9**	**1**	**13**	**15**	**14**	**-**	**14**	**11**	**21**	**2**
Adoção em avaliação	**30**	**2,01%**	-	1	-	-	-	-	-	-	4	-	3	5	-	-	1	-	1	1	1	-	-	1	2	-
Declaração de alinhamento com outra norma	**69**	**4,62%**	4	-	-	10	1	1	-	5	2	-	1	-	-	-	1	-	2	2	1	-	3	2	2	-
Declaração de compliance futuro	**171**	**11,44%**	-	2	-	-	1	-	-	2	14	-	22	7	6	-	3	1	1	10	10	-	8	7	12	1
Divulgaçao pura	**94**	**6,29%**	3	2	-	5	1	-	-	-	-	1	5	8	3	-	1	-	8	1	1	-	2	-	3	-
Justificativa vazia	**48**	**3,21%**	3	1	-	4	3	-	-	2	-	-	-	9	-	-	1	-	-	-	-	-	1	1	2	1
Não relacionada com a prática	**11**	**0,74%**	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	1	1	-	-	-	-	-
Prática alternativa em desenvolvimento	**6**	**0,40%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Justificativa em princípios	**68**	**4,55%**	**5**	**7**	**-**	**3**	**-**	**3**	**1**	**1**	**5**	**-**	**2**	**3**	**1**	**-**	**-**	**3**	**2**	**-**	**14**	**-**	**-**	**-**	**1**	**-**
Inefetividade Ineficiência	**4**	**0,27%**	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Isenção considerada concedida por outra norma	**8**	**0,54%**	4	-	-	3	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática julgada redundante	**56**	**3,75%**	1	7	-	-	-	3	-	1	3	-	2	3	1	-	-	2	2	-	14	-	-	-	1	-
	1495		**34**	**24**	**7**	**44**	**28**	**56**	**27**	**82**	**66**	**2**	**62**	**63**	**32**	**15**	**21**	**33**	**50**	**26**	**54**	**10**	**39**	**45**	**47**	**17**

Continua

	3.4.3	4.1.1	4.3.1	4.3.2	4.4.1	4.5.1	4.5.2	4.5.3	5.1.1	5.1.2	5.1.3	5.2.1	5.2.2	5.2.3	5.3.1	5.3.2	5.4.1	5.5.1
Descrição de prática alternativa	**9**	**43**	**43**	**20**	**17**	**11**	**11**	**18**	**47**	**16**	**3**	**3**	**15**	**16**	**33**	**52**	**11**	**19**
Apenas descrição de prática alternativa	9	33	30	4	15	9	8	8	43	5	2	3	13	10	20	28	4	16
Prática alternativa alinhada com o código	-	10	13	16	2	2	3	10	4	5	1	-	1	1	7	12	4	2
Prática alternativa alinhada com outra norma	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5	6	1	-	-
Prática alternativa temporária	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	-	-	1	-	-	11	3	1
Explica mas pratica	**2**	**1**	**-**	**3**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Justificativa de Contexto Específico	**-**	**2**	**-**	**-**	**2**	**1**	**-**	**-**	**1**	**2**	**3**	**1**	**1**	**-**	**1**	**2**	**1**	**-**
Composição do conselho ou tamanho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contexto Internacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Especificidade do segmento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estrutura da companhia	-	1	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-
Padrões internos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-
Requerimentos contratuais ou legais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tamanho da operação	-	-	-	-	1	1	-	-	1	2	2	1	1	-	-	-	-	-
Transitório	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-
Justificativa deficiente	**2**	**22**	**17**	**4**	**13**	**18**	**11**	**16**	**8**	**1**	**4**	**2**	**7**	**17**	**8**	**11**	**2**	**21**
Adoção em avaliação	-	-	4	-	3	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	1	-	-
Declaração de alinhamento com outra norma	-	10	4	-	-	-	-	-	-	-	1	1	4	10	-	1	-	1
Declaração de compliance futuro	-	9	3	-	4	16	6	10	4	-	2	-	-	-	-	4	-	6
Divulgaçao pura	-	2	3	-	6	1	4	4	3	1	-	-	2	4	3	3	1	13
Justificativa vazia	2	1	2	1	-	1	1	2	-	-	1	1	1	2	3	1	1	-
Não relacionada com a prática	-	-	1	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
Prática alternativa em desenvolvimento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-
Justificativa em princípios	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**3**	**-**	**-**	**-**	**3**	**6**	**-**	**-**	**2**
Inefetividade Ineficiência	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Isenção considerada concedida por outra norma	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática julgada redundante	-	-	-	-	-	1	-	-	1	3	-	-	-	3	6	-	-	2
	13	**68**	**61**	**27**	**32**	**31**	**22**	**34**	**57**	**22**	**10**	**6**	**23**	**36**	**48**	**65**	**14**	**42**

- Informes de 2020 -

	Soma	%	1.1.1	1.3.1	1.3.2	1.5.1	1.6.1	1.7.1	2.1.1	2.2.1	2.2.2	2.3.1	2.4.1	2.5.1	2.6.1	2.7.1	2.8.1	2.9.1	2.9.2	3.1.1	3.1.2	3.2.1	3.3.1	3.3.2	3.4.1	3.4.2
Descrição de prática alternativa	**830**	**63,85%**	**19**	**12**	**-**	**25**	**16**	**44**	**22**	**77**	**37**	**2**	**28**	**27**	**20**	**12**	**11**	**19**	**25**	**8**	**21**	**-**	**21**	**22**	**18**	**14**
Apenas descrição de prática alternativa	**602**	**46,31%**	15	3	-	4	10	37	21	19	18	-	27	20	19	7	8	19	24	6	19	-	20	20	17	14
Prática alternativa alinhada com o código	**127**	**9,77%**	4	8	-	6	4	-	-	16	2	2	1	4	1	5	2	-	1	2	2	-	1	2	1	-
Prática alternativa alinhada com outra norma	**77**	**5,92%**	-	-	-	13	2	-	-	40	15	-	-	3	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática alternativa temporária	**24**	**1,85%**	-	1	-	2	-	7	1	2	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Explica mas pratica	**31**	**2,38%**	**1**	**2**	**3**	**2**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**5**	**-**	**-**	**1**	**3**	**1**	**-**	**-**	**-**	**3**	**4**	**-**	**-**
Justificativa de Contexto Específico	**54**	**4,15%**	**2**	**1**	**-**	**2**	**2**	**-**	**-**	**3**	**2**	**-**	**2**	**3**	**1**	**1**	**-**	**-**	**3**	**-**	**-**	**11**	**2**	**5**	**2**	**-**
Composição do conselho ou tamanho	**9**	**0,69%**	-	1	-	-	1	-	-	1	-	-	1	-	-	1	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-
Contexto Internacional	**1**	**0,08%**	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Especificidade do segmento	**-**	**0,00%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estrutura da companhia	**6**	**0,46%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	1	2	-	-
Outros	**5**	**0,38%**	-	-	-	1	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Padrões internos	**-**	**0,00%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Requerimentos contratuais ou legais	**19**	**1,46%**	1	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	11	-	1	2	-
Tamanho da operação	**11**	**0,85%**	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-
Transitório	**3**	**0,23%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
Justificativa deficiente	**337**	**25,92%**	**9**	**2**	**-**	**9**	**6**	**2**	**1**	**4**	**11**	**1**	**29**	**21**	**5**	**4**	**7**	**-**	**11**	**14**	**12**	**-**	**8**	**8**	**19**	**3**
Adoção em avaliação	**21**	**1,62%**	-	1	-	-	1	-	-	-	1	-	3	2	1	-	1	-	-	-	1	-	-	1	3	-
Declaração de alinhamento com outra norma	**56**	**4,31%**	4	-	-	3	-	2	1	2	1	-	-	2	-	-	-	-	1	2	3	-	2	2	4	1
Declaração de compliance futuro	**124**	**9,54%**	-	1	-	-	1	-	-	1	5	-	21	7	2	-	5	-	-	11	7	-	4	3	8	2
Divulgaçao pura	**83**	**6,38%**	1	-	-	3	2	-	-	1	-	1	3	9	1	1	1	-	7	1	-	-	1	-	4	-
Justificativa vazia	**46**	**3,54%**	4	-	-	3	2	-	-	-	4	-	1	1	-	2	-	-	3	-	-	-	1	2	-	-
Não relacionada com a prática	**6**	**0,46%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-
Prática alternativa em desenvolvimento	**1**	**0,08%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Justificativa em princípios	**48**	**3,69%**	**2**	**1**	**-**	**1**	**2**	**5**	**-**	**-**	**1**	**-**	**1**	**3**	**1**	**-**	**-**	**-**	**2**	**1**	**11**	**-**	**-**	**-**	**1**	**-**
Inefetividade Ineficiência	**6**	**0,46%**	-	-	-	-	2	1	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-
Isenção considerada concedida por outra norma	**3**	**0,23%**	2	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática julgada redundante	**39**	**3,00%**	-	1	-	-	-	4	-	-	-	-	1	3	1	-	-	-	1	1	11	-	-	-	1	-
	1300		**33**	**18**	**3**	**39**	**26**	**51**	**23**	**84**	**51**	**3**	**60**	**59**	**27**	**17**	**19**	**22**	**42**	**23**	**44**	**11**	**34**	**39**	**40**	**17**

Continua

	3.4.3	4.1.1	4.3.1	4.3.2	4.4.1	4.5.1	4.5.2	4.5.3	5.1.1	5.1.2	5.1.3	5.2.1	5.2.2	5.2.3	5.3.1	5.3.2	5.4.1	5.5.1
Descrição de prática alternativa	**7**	**41**	**33**	**12**	**19**	**10**	**7**	**14**	**43**	**11**	**4**	**2**	**11**	**18**	**24**	**43**	**7**	**24**
Apenas descrição de prática alternativa	7	27	27	5	18	8	6	5	37	7	4	2	11	16	12	39	3	21
Prática alternativa alinhada com o código	-	14	6	7	1	2	1	9	6	2	-	-	-	-	10	2	1	2
Prática alternativa alinhada com outra norma	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	1	-	-	-
Prática alternativa temporária	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	1	2	3	1
Explica mas pratica	**-**	**3**	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1**	**-**
Justificativa de Contexto Específico	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**-**	**1**	**2**	**2**	**-**	**1**	**-**	**1**	**1**	**2**	**-**
Composição do conselho ou tamanho	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contexto Internacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Especificidade do segmento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estrutura da companhia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-
Padrões internos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Requerimentos contratuais ou legais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tamanho da operação	-	-	-	-	1	-	-	-	1	2	2	-	1	-	-	-	-	-
Transitório	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-
Justificativa deficiente	**3**	**17**	**14**	**-**	**13**	**15**	**9**	**14**	**5**	**1**	**3**	**3**	**7**	**11**	**9**	**13**	**2**	**12**
Adoção em avaliação	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	-	-
Declaração de alinhamento com outra norma	2	6	4	-	1	-	-	-	-	-	1	2	4	4	2	-	-	-
Declaração de compliance futuro	-	6	-	-	4	10	5	7	2	1	2	-	-	-	1	7	-	1
Divulgaçao pura	1	3	6	-	4	3	3	3	3	-	-	-	1	3	5	1	1	10
Justificativa vazia	-	1	4	-	-	2	1	4	-	-	-	1	2	4	-	2	1	1
Não relacionada com a prática	-	1	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
Prática alternativa em desenvolvimento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Justificativa em princípios	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**-**	**-**	**1**	**1**	**-**	**-**	**1**	**1**	**9**	**1**	**-**	**-**
Inefetividade Ineficiência	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Isenção considerada concedida por outra norma	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prática julgada redundante	-	-	-	-	-	1	-	-	1	1	-	-	1	1	9	1	-	-
	10	**62**	**48**	**13**	**33**	**26**	**17**	**28**	**50**	**15**	**9**	**5**	**20**	**30**	**43**	**58**	**12**	**36**