

**O PAPEL DOS INSTITUTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
DESENVOLVIMENTO DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA: UMA ANÁLISE
ENTRE BRASIL E PORTUGAL**

PEDRO HENRIQUE DE CARVALHO LEMOS

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

HERNANI VIDIGAL DE PADUA

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

CLAUDIO FELISONI DE ANGELO

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

O PAPEL DOS INSTITUTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESENVOLVIMENTO DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA: UMA ANÁLISE ENTRE BRASIL E PORTUGAL

1. Introdução

O tema Governança Corporativa está intimamente ligado aos órgãos de governança, códigos de boas práticas em governança e conselhos de administração que se apresentam para criar mecanismos e condições de desenvolvimento e assim demonstrar seu objetivo de manter um efetivo programa de modo que as companhias possam ser geridas com eficácia na tomada de decisão. (De Araujo; Sant'anna, 2022). Compreender essa dinâmica demanda conceitos prévios à cerca do tema principal e de importantes fatos que desenharam e ainda continuam a desenhando as relações das companhias com seus diversos agentes envolvidos (IBCG, 2015). Por meio da criação de diretrizes e códigos de conduta, oferecimento de treinamentos e programas de capacitação, bem como monitoramento e avaliação do desempenho das empresas, institutos de governança corporativa têm contribuído para a melhoria da governança em todo o setor corporativo. Boas práticas convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão, sua longevidade e o bem comum (IBCG, 2015).

Percebe-se que os institutos desempenham papéis fundamentais no desenvolvimento da governança corporativa sendo capazes de resgatar a confiança dos investidores na honestidade e na *accountability* das companhias listadas. (Cadbury, 1992). Entretanto, os modelos e práticas de governança corporativa variam de acordo com o país, pois o Estado, através da sua definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investimentos, influenciando o modelo de governança das empresas (Silveira, 2010). Não há uma completa convergência sobre a correta aplicação das práticas de governança nos mercados, entretanto, pode-se afirmar que todos se baseiam nos princípios de transparência, independência e prestação de contas (*accountability*) como meio para atrair investimentos aos negócios do país (Silva, 2012). Posto isto, é de se esperar que, cada país, apesar de ter como premissa pautar os possíveis conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976), podem desenvolver modelos e práticas de governança corporativa que impactam de modo distinto a governança corporativa das empresas.

Diante disso, a questão de pesquisa do artigo é: como se configuram as boas práticas de governança dos institutos de governança corporativa? O objetivo de pesquisa é mostrar a configuração diferenciada dos códigos de boas práticas de governança do Brasil e de Portugal. Para tanto foi realizada uma pesquisa qualitativa descritiva, por meio de estudos de casos com institutos de governança de dois países, pautado em entrevistas, análise documental e observação direta. Por meio de um estudo de casos múltiplos, verificou e comparou a atuação e a contribuição do (IBGC) e do (IPCG) para o desenvolvimento das boas práticas de Governança Corporativa em seus respectivos países. Foram realizadas entrevistas com os personagens que criaram os Institutos, além de analisar a documentação produzida e divulgada, as performances financeiras, a evolução dos quadros de associados e o relacionamento com os órgãos regulados de cada país, em especial a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal.

A contribuição para a literatura é que empresas que aderem a boas práticas de governança corporativa são capazes de otimizar o seu valor econômico à longo prazo. No entanto, os resultados dessa prática estão condicionados a características específicas de cada país (Crisóstomo & Girão, 2019). Por sua vez, como contribuição prática o esperado é perceber se os

institutos desempenham um papel importante de sensibilização dos acionistas e stakeholders sobre os benefícios da governança corporativa.

2. Revisão de literatura

A discussão teórica desse trabalho se pauta pela busca e interpretação do trabalho desempenhado pelos institutos em países que recepcionam e aplicam boas práticas de governança de forma a evidenciar a mitigação dos riscos de agência Jensen e Meckling (1976). A gênese dos estudos relacionados à propriedade difusa do patrimônio das empresas e suas implicações para a sociedade foi determinada por Berle e Means (1932), que lançaram as bases da chamada Teoria de Agência. Essa teoria descreve o problema na relação de agência entre um mandatário (*principal*) e um ou mais agentes (*agents*), investidos de poderes para representar interesses e tomar decisões em nome dos primeiros. Estes estudos levaram a criação, em 1934, da SEC (*Securities Exchange Commission*) nos Estados Unidos, para ajudar a restaurar a confiança do investidor na esteira da queda do mercado de ações de 1929. A SEC iniciou a regulação para controle das empresas e monitoramento de seus dirigentes (Chen, 2019).

Jensen e Meckling (1976), abordam a questão do principal e do agente, com base no *nexus* de contratos. Os autores demonstram as questões contratuais que permeiam os conflitos de interesse entre os proprietários das empresas e os seus agentes, segundo os pressupostos da maximização de utilidade pelos agentes e da separação entre propriedade e controle nas corporações. Esses gerentes deveriam tomar as decisões em prol dos proprietários, mas, à luz da premissa de maximização de utilidade, podem tomar as decisões em prol de seus próprios interesses. Essas situações são denominadas conflitos ou problemas de agência. Logo, o problema de agência tem origem na separação da propriedade e controle. A teoria do agente-principal explica como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas oriundos desta separação. A relação entre o principal e o agente é definida como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa a seu favor, envolvendo delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente em lugar do principal (Jensen & Meckling, 1976).

A então chamada Teoria da Agência passou a ser debatida em vários campos do conhecimento. Eisenhardt (1989) cita vários exemplos, como contabilidade (Demski & Feitham, 1978), economia (Zeckhauser, 1971), finanças (Fama, 1980), marketing (Basu, Lai, Srinivasan, & Staelin, 1985), ciência política (Mitnick, 1986), comportamento organizacional (Kosnik, 1987). Nesse contexto, os estudos ajudam aos gestores a tomarem melhores decisões e amenizar problemas dentro de um contexto educativo e informativo. Há evidências da importância de boas práticas em países de má proteção dos investidores, bem como estudos que apontam os efeitos positivos da governança corporativa sobre o valor das empresas em mercados emergentes (Braga, Alves e Shastri, 2011). A seguir, apresenta-se alguns aspectos de boas práticas.

2.1 Aspectos de boas práticas

A necessidade de dar segurança aos investidores em empresas que partilham dos riscos inerentes aos acionistas, mas não detém o poder de decidir sobre os investimentos das empresas, determina novas orientações e medidas governamentais para garantir o controle da empresa e corporações. Os códigos de boas práticas de governança passaram a ser relevantes conforme segue.

2.1.1 Relatório Cadbury

Agora já utilizando a nomenclatura governança corporativa, o Relatório Cadbury (1992) sugere princípios pelos quais as empresas devam ser dirigidas. Seu desenvolvimento se fez necessário tendo em vista a atuação de forma aceitável dos conselhos de administração das corporações do Reino Unido, até o início dos anos 1990.

Em 1991, o Banco da Inglaterra criou um comitê para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, constituído por representantes da Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados, sob coordenação de Adrian Cadbury, que havia se aposentado como Chairman do grupo Cadbury Schweppes. O Relatório Cadbury foi publicado em dezembro de 1992, e é considerado pioneiro pelas propostas inovadoras à época (Andrade & Rossetti, 2014).

O Relatório Cadbury inspirou-se nas práticas do mercado de capitais norte-americano, considerado o mais forte e avançado do mundo e se baseia em cinco termos de referência, focados em dois princípios – a prestação de contas responsável e a transparência: a) a utilização ampla de diretores independentes, não executivos, nos conselhos de administração; b) Introdução de um comitê de auditoria com membros independentes; c) Divisão de responsabilidades entre o presidente do conselho (*chairman of the board*) e o diretor executivo (CEO); d) Criação de um comitê de remuneração para cuidar das compensações dos executivos; e) Divulgação pública que o código de governança está sendo cumprido, ou, caso contrário, explicando o porquê (*comply or explain*). (Andrade & Rossetti, 2014)

2.1.2 Relatório Greenbury

Em 1995, ainda no Reino Unido, o Relatório Greenbury avançou em relação à questão de remuneração, considerada como uma das questões estruturais do conflito potencial entre sócios e administradores. Essa questão continua muito atual e o desenvolvimento dos comitês de remuneração nas empresas tem sido uma prática que se amplia. O relatório não foi tão bem aceito, mas é, também, um marco da evolução do conceito de GC.

A partir de então diversos países adotam seus próprios códigos de boas práticas de governança corporativa, tais como a Austrália (1992), França (Relatório Viénot, 1995), Canadá (1995), África do Sul (1995), Holanda (1997) e muitos outros.

2.1.3 OCDE

Além dos códigos de boas práticas adotados pelos países, agências internacionais publicaram suas recomendações e princípios. Destaca-se o da OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico editado inicialmente em 1999 e que vem sendo periodicamente revisado.

Desde sua primeira versão, o documento Princípios de Governança Corporativa da OCDE passou a ser reconhecido como referência internacional e passou a influenciar fortemente os códigos de boas práticas dos países, associados ou não à OCDE, sendo utilizado também pelos governos, reguladores, corporações, investidores e outras partes interessadas. (Fianna & Grant, 2005). Em sua última revisão, em 2015, são seis os capítulos em que se divide, a saber: 1) Assegurar as bases para um Modelo de Governança Corporativa eficaz; 2) Os direitos e tratamento do acionista e as funções chave da propriedade; 3) Investidores institucionais, mercado de ações e outros intermediários; 4) O papel das partes interessadas (stakeholders) na governança corporativa; 5) Divulgação e transparência; 6) A responsabilidade do Conselho de Administração; 7) Em cada um dos capítulos é enunciado um princípio geral e descritos vários subprincípios.

A OCDE afirma que a boa governança corporativa não é um fim em si mesma: significa criar confiança nos mercados e integridade nos negócios que, por sua vez, são essenciais às companhias que precisam de acesso a capital para investimentos de longo prazo (OECD, 2015).

2.1.4 Lei Sarbanes-Oxley

Entre o final do séc. XX e início do séc. XXI, uma série de escândalos abalou a economia dos Estados Unidos: Xerox, Arthur Andersen, Adelphia, e as gigantescas Enron e WorldCom. Em 2001 a Enron Corporation era considerada a sétima maior empresa dos Estados Unidos e uma das maiores companhias do setor de energia do mundo. A WorldCom era uma gigante do setor de telecomunicações, segunda maior operadora americana de telecomunicações a longa distância e a primeira operadora mundial em serviços de internet, sendo considerada no final dos anos 90 uma empresa símbolo da euforia americana.

A quebra destas empresas surpreendeu o mercado, que as considerava, até então, saudáveis. A crise também envolveu a negociação de ações por pessoas de posse de informações privilegiadas e empréstimos problemáticos para administradores, além de práticas fraudulentas de cifras astronômicas, em especial em um mercado considerado razoavelmente seguro como o mercado norte-americano. Como resultado, a credibilidade das instituições ficou abalada e desencadeou profunda descrença dos investidores (Fiorini, Alonso Junior, & Alonso, 2016).

Como resposta a estes escândalos que desafiaram os controles do sistema acionário americano, foi sancionada pelo governo dos Estados Unidos em julho de 2002 a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). Andrade e Rossetti (2014) destacam as principais normas estabelecidas pela lei Sarbanes-Oxley, que se constituem, hoje, nos valores de governança corporativa: *Compliance* ou conformidade legal; *Accountability* ou prestação responsável de contas; *Disclosure* ou mais transparência; *Fairness* ou senso de justiça.

A introdução desta lei estabeleceu, entre outras coisas, novos padrões de divulgação de informações, novas responsabilidades aos principais executivos da empresa, além da implantação de critérios mais rígidos de fiscalização dos procedimentos contábeis. A eficácia da lei Sarbanes-Oxley se estende além dos limites territoriais dos Estados Unidos, e aplica-se a toda e qualquer empresa no mundo que deseja negociar na bolsa de valores norte-americana. Aproximadamente 40 empresas brasileiras listadas nas bolsas americanas foram impactadas pela “nova legislação”, ocasionando custos adicionais em torno de US\$ 120 milhões (Fiorini et al., 2016). Sobre as empresas portuguesas, não foram identificadas fontes que quantifiquem esse impacto.

Muito tem se discutido sobre os custos e benefícios da lei Sarbanes-Oxley. Por um lado, essa lei contribuiu para a evolução dos mecanismos de controle e das boas práticas de governança corporativa, especialmente nos Estados Unidos. Por outro lado, essa abordagem norte-americana que enfatiza a filosofia do *enforcement by law* evidencia a dificuldade de se prever todas as situações possíveis, tornando necessária a criação de legislação a cada novo problema surgido.

2.2 Governança corporativa no mundo

Existem basicamente dois modelos preponderantes de governança corporativa no mundo: o anglo-saxão e o nipo-germânico. Em ambos os casos, não se abandonam os princípios gerais, mas seus fundamentos, valores e focos são distintos (Andrade & Rossetti, 2014). No modelo anglo-saxão as estruturas são voltadas para os acionistas, também chamados de *shareholders*. A pulverização do controle acionário e a separação da propriedade e da gestão são os maiores fundamentos do modelo anglo-saxão. Como as empresas são financiadas via mercado de capitais, o modelo é fortemente orientado para o mercado e por ele monitorado. Já o modelo nipo-germânico não está voltado para os acionistas, mas para os *stakeholders*. O público é o foco neste modelo, tornando-se o verdadeiro motivador das estratégias das companhias.

Os indicadores de desempenho, mais que a valorização dos ativos, a rentabilidade das ações e a distribuição de dividendos – que não são esquecidos, mas têm sua importância mitigada – preocupam-se em demonstrar a efetividade das políticas sociais da empresa e sua sustentabilidade, inclusive com a publicação de balanços ambientais, sociais e de cidadania

corporativa (Andrade & Rossetti, 2014). Um resumo dos principais aspectos da Governança Corporativa no mundo encontra-se no Quadro 1.

Quadro 1- Governança corporativa no mundo

	Anglo-saxão	Alemão	Japonês	Latino-europeu ¹	Latino-americano ²
Financiamento predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinido	<i>Debt</i>
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração + cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas x direção	Credores x acionistas	Credores x acionistas	Majoritários x minoritários	Majoritários x minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de administração	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressão para maior eficácia	Vínculos com gestão
Liquidez participação acionária	Muito alta	Baixa ênfase	Em evolução	Baixa	Especulativa oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência modelos GC	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

¹ Itália, França, Espanha e Portugal

² Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru

Fonte: adaptado de Andrade & Rossetti, 2014.

Aqui temos que contrapor o sistema americano, no qual o *enforcement by law* (obrigação pela lei) é a orientação em que tudo deve estar previsto em lei e ser obrigatoriamente seguido pelas empresas; com o *comply or explain*, (cumpra ou explique) orientação seguida por diversos países europeus, asiáticos e sul americanos, na qual são estabelecidos princípios, muitas vezes por entidades não governamentais, que as empresas devem seguir de forma facultativa, mas, quando não o fizerem, devem explicar porque não o aplicam. Esta forma de organização da governança corporativa passou a prevalecer nestes países em função da constatação da impossibilidade de a lei prever todas as situações possíveis e da ideia de que um tamanho não serve a todos (*one size doesn't fits all*), ou seja, que de acordo com o tamanho ou especificidade de cada empresa determinados princípios ou são muito onerosos ou não atendem todos os *stakeholders* envolvidos.

Na internacionalização da governança corporativa verificaram-se diversas situações de sucesso e insucesso da busca da autorregulação, em diversos países, por exemplo, na Holanda (de Jong, DeJong, Mertens, & Wasley, 2005) e no Reino Unido e Alemanha (Lütz, Eberle, & Lauter, 2011). Nesta condição e considerando a relevância que o tema Governança Corporativa vem conquistando, verificou-se a existência de uma lacuna na literatura relacionada aos institutos de governança tanto em Portugal quando no Brasil.

A preocupação com Governança Corporativa no Brasil começou antes da expressão ser cunhada. De fato, após a queda na Bolsa de Valores de 1971 e 1972, iniciou-se uma fase de recuperação da credibilidade do mercado de capitais, que culminou em 1976 com a edição da

Lei das Sociedades Anônimas e da criação da Comissão de Valores Mobiliários (CMV) (Iudícibus, 2003). Conselhos de administração foram valorizados na gestão das empresas privadas e estatais. Em 1995 um grupo de conselheiros de administração fundou o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, precursor do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que foi o nome então adotado em 1999. Destacam-se dois nomes entre os fundadores do Instituto, Benkt Hallquist e João Bosco Lodi, considerados por vários de seus pares os propulsores desta organização (IBGC, 2005). O Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) veio a seguir, pela atuação do Dr. Pedro Rebelo de Sousa, que após passagem profissional pelo Brasil e Estados Unidos, empenhou-se na constituição do Instituto Português (Sousa, 2004).

3. Aspectos Metodológicos

Abordagem e Método

Esta pesquisa tem uma abordagem qualitativa, pois os estudos qualitativos são os mais adequados para investigação de fenômenos ainda não explorados com profundidade (Edmondson & Mcmanus, 2007). Trata-se também de uma pesquisa descritiva. A pesquisa do tipo descritiva observa e registra características do fenômeno, procurando descrevê-lo seguindo um contexto de variáveis (Triviños, 2008).

O método é o estudo de caso. Para a realização deste estudo foram selecionados dois institutos de governança corporativa: IPCG (português) e IBGC (brasileiro). Assim, neste estudo de caso foram buscadas organizações que tinham atributos específicos para atender aos objetivos do estudo, já que o tipo de amostra de um estudo de caso tem caráter não probabilístico (Godoi et al., 2006). Estas organizações não representam as demais, fazendo com que os resultados do estudo não permitam a generalização estatística (Yin, 2001).

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado em 1996 como Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Em 1999 foi lançada a primeira versão de seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, com ênfase no Conselho de Administração. Em 2001 foi publicada a segunda versão, que passou a incluir questões relativas à gestão, propriedade, auditoria independente e ética. Hoje, o código encontra-se em sua quinta edição, lançada em 2015 e formou a base para o lançamento em 2017 do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas que foi desenvolvido por uma coalizão de 11 entidades do mercado de capitais lideradas pelo IBGC. Este código foi incorporado à regulação do mercado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio de sua Instrução nº 586, de 2017.

Em seu código o IBGC define Governança Corporativa como:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBGC, 2015, p. 20). Outras definições de governança corporativa podem ser encontradas na literatura e serão discutidas mais à frente neste projeto.

Instituto Português de Corporate Governance – IPCG

Fundado em 2003 o Instituto Português de *Corporate Governance* é uma sociedade sem fins lucrativos para promover a difusão das boas práticas do governo societário. Em seu lançamento público, em maio de 2004, definiu como principal missão da sua primeira fase da sua existência, a elaboração de um Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal, objetivo este alcançado em 2006 (Silva et al., 2006). Desde então, o IPCG buscou o desenvolvimento de um código de boas práticas que fosse aceito pelos órgãos de regulação e pelas empresas listadas. Esse processo ocorreu não sem dificuldades e finalmente a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM, órgão responsável por supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros e os agentes que neles atuam, em Portugal, aprovou e determinou a aplicação a partir de janeiro de 2018 do Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* em substituição ao Código de Governo das Sociedades da CMVM, consagrando em Portugal a autorregulação e o método do cumpra ou explique. O Instituto ficará responsável pelo modelo de monitorização que será implementado para efeitos de aferição do grau de adesão das empresas emitentes às recomendações.

Técnica de Coleta e Análise de Dados

A técnica de coleta envolveu entrevistas e análise de documentos. Para atender aos objetivos, foi feita uma análise de cada um dos institutos, verificando suas histórias, o material por eles produzido e as formas escolhidas para disseminação destes conhecimentos.

Foram realizadas entrevistas de profundidade com membros dos conselhos, da diretoria e com os fundadores que criaram e desenvolveram os Institutos. Entre os entrevistados são: dois conselheiros e fundadores do IBGC, um conselheiro e fundador do IPCG e um ex-diretor da CMVM de Portugal e coautor do Livro Branco de Corporate Governance.

As entrevistas semiestruturadas foram realizadas seguindo o protocolo do caso. O protocolo de estratégia deste caso adotou procedimentos para assegurar a confiabilidade e a validade. Sobre a confiabilidade, tem-se: a) roteiro semiestruturado: as questões eram abertas, permitindo que o entrevistado discorresse com liberdade, mais propenso a fornecer dados de acordo com seu contexto real; b) Roteiro de entrevistas validado: o roteiro preliminar foi apresentado a dois doutores em Administração, a fim de identificar incoerências entre os objetivos, proposições e questões; objetivos não atendidos pelo roteiro; questões com o mesmo sentido; termos inadequados; c) protocolo do estudo de caso; e d) entrevista presencial: o contato direto com os entrevistados permitiu a observação de fatores importantes no estudo qualitativo, como expressão corporal, períodos de silêncio, pausas etc.

Para assegurar a validade, os procedimentos foram: a) entrevistas gravadas: a gravação permite melhor registro das entrevistas do que a simples anotação; b) entrevistas transcritas de forma integral: a transcrição foi realizada por profissional gabaritada, para não se perder detalhes das falas, e posteriormente revisada pelo pesquisador; c) triangulação: dados encontrados a partir das entrevistas puderam ser confirmados, complementado ou até mesmo confrontados com fontes de outra natureza, como documentais; d) análise por categorização: leitura do conteúdo por categorias é tida como uma abordagem minuciosa e estratégica (Triviños, 2015); e) estudo de dois casos: a investigação de mais de um caso para que o estudo seja mais sólido (Yin, 2001); e f) uso de proposições e da literatura na análise: o uso da literatura para basear coleta de dados do estudo de caso aumenta a possibilidade de contribuição teórica, visto que os resultados seguirão um caminho lógico e claro (Eisenhardt, 1989; Yin, 2001).

Também foram analisadas as documentações produzidas e divulgadas pelos institutos brasileiro e português em seus sites da Internet, por exemplo as performances financeiras, a evolução dos quadros de associados e o relacionamento com os órgãos regulados de cada país, em especial a

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal.

A técnica de análise de dados empregada foi a análise de conteúdo. Utilizando o software NVivo 12 Pro, foram analisados os conteúdos das entrevistas de cada Instituto. Inicialmente buscou-se por meio da contagem de palavras e de gráficos destas contagens identificar os temas mais relevantes para cada instituto. Foram investigadas a priori duas categorias gerais: institucional e educacional. Identificou-se em cada categorias três subcategorias, permitindo uma melhor acuracidade na codificação. As categorias e subcategorias estão descritas no Quadro 1.

Quadro 2 – Categorias de análise.

Categoria	Subcategoria	Descrição
Institucional	Órgãos regulatórios	Menção nas entrevistas dos órgãos de regulação governamentais
	Mercado de valores mobiliários	Menção do uso da governança para efeito de utilização do Mercado de Capitais
	Leis e regulamentos	Menção às publicações dos órgãos de regulação
Educacional	Publicações dos institutos	Menção às publicações dos institutos
	Cursos e eventos	Menção aos cursos oferecidos pelos institutos
	Código de boas práticas	Menção aos códigos de boas práticas

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com base nestas categorias e subcategorias as entrevistas foram, então, recodificadas e com a utilização dos recursos do software buscou-se analisar se as entrevistas realizadas em cada instituto levavam a alguma preponderância de categoria por instituto. Os casos estão descritos a seguir.

4. Resultados e Discussão

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa IBGC foi fundado em 1996 como Instituto de Conselheiros de Administração, e tomou o nome atual em 1999. Há de se registrar o nome de dois de seus fundadores que em muito se empenharam para o sucesso do instituto. Trata-se de Bengt Halqvist, sueco que se radicou no Brasil em 1966 e João Bosco Lodi, professor e autor de várias publicações sobre governança corporativa. (Lodi, 2000)

O desenvolvimento do IBGC se deu muito voltado para a parte da educação, com publicações de orientação e divulgou a primeira versão de seu código de boas práticas antes até da fundação do Instituto Português. O IBGC vem numa velocidade de crescimento tanto em número de associados como em quantidade e relevância dos cursos que realiza. É crescente, também, o número de empresas que os procuram para cursos *in company* e os patrocínios que obtém, destacando-se as empresas de auditoria.

É claro que o mercado brasileiro é muito maior do que o mercado português, e esse é um dos motivos para este crescimento. De qualquer forma, o Instituto Brasileiro tem também um papel importante na divulgação e no fortalecimento da governança corporativa das empresas no Brasil. Hoje em dia ele tem procurado inclusive colocar questões relativas à composição e diversidade dos conselhos de administração, aumento da participação de mulheres em todos os níveis de governança.

Ao contrário do Instituto Português, que hoje já participa do processo de fiscalização das boas práticas de governança das empresas portuguesas listadas em bolsa de valores, o Instituto Brasileiro não busca esta atribuição de órgão fiscalizador. Seu código de Boas Práticas é aceito pelas entidades governamentais, mas tem muito mais um caráter educativo, um caráter de difusão das boas práticas e princípios de governança.

O IBGC pratica o que divulga, sendo sua governança interna exemplo a ser seguido, com a composição do conselho, os diversos comitês, as regras que evitam a perpetuação de pessoas no comando do instituto. Até a forma de apresentação que reproduzimos a seguir demonstra a preocupação do instituto com a boa divulgação de informações sobre si mesmo.

O IBGC incentiva as empresas por meio de publicações, palestras, pela organização de seu congresso anual que é bastante sólido e respeitado pelas empresas privadas ou públicas, órgãos do governo e a Academia. Por essa atuação conquistou sua relevância não só entre empresas do mercado de capitais, mas também apoiando as empresas familiares pequenas e médias, e a construir sua estrutura de governança e superar o conflito de agência.

Instituto Português de Corporate Governance

Desde a sua fundação, em 2003, o Instituto Português Corporate Governance (IPGC), vem lutando para se afirmar como órgão de relevância no mercado de capitais português. Marcante para a fundação e desenvolvimento do IPCG está a pessoa do Dr. Pedro Rebelo de Sousa, advogado que fez carreira em instituições financeiras portuguesas e internacionais e um dos entrevistados para essa pesquisa. Em sua passagem pelo Brasil teve no IBCG a inspiração que levou a criação do IPCG.

O mercado de capitais de Portugal é bem menor que o mercado brasileiro e menor do que outros mercados europeus, até em função do tamanho do país. Com pouco mais de 10 milhões de habitantes, Portugal tem aproximadamente 5% da população brasileira. São apenas 42 empresas listadas no segmento português da EURONEXT Lisboa, bolsa de valores que incorporou diversas bolsas europeias. O valor de mercado das empresas portuguesas listadas nesta bolsa alcançou 59 bilhões de euros (aproximadamente 66 bilhões de dólares) em junho de 2019. Já o mercado brasileiro listava no mesmo mês 341 empresas num valor de mercado de 4 trilhões de reais. (aproximadamente 955 bilhões de dólares). Isso dá uma dimensão do tamanho dos mercados (B3, 2019; EURONEXT, 2019).

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários CMVM é o órgão governamental (Agência do Governo) criado em abril/2001 que tem como missão supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros, e os agentes que neles atuam, promovendo a proteção dos investidores. Conforme constatado nas entrevistas e na pesquisa documental, havia por parte do IPCG a compreensão que o código de boas práticas do instituto deveria prevalecer em relação ao da CMVM, que por sua vez, dada a pouca expressão do IPCG, tinha seu próprio código como de utilização obrigatória.

Em 2006 o IPCG patrocinou a edição do Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal (2006) o qual, em seu prefácio afirma “*a publicação do presente Livro Branco promova, estimule, facilite a discussão e a reflexão à volta dos temas e dos desafios que o bom governo das empresas coloca no dia-a-dia*” (Silva et al, 2006, p. 4).

Desde então o IPCG continuou buscando o desenvolvimento e a adoção dos princípios de governança corporativa (ou Governo de Empresas, como é falado em Portugal). Essa condição de relevância foi conquistada finalmente em 2018, quando a CMVM concretizou um convênio com o IPCG determinando que o código de melhores práticas de governança do Instituto Português passou a ser o único código de melhores práticas de Portugal.

Essa implementação deu mais poder para o instituto, no sentido de que ele se torna o responsável uma estrutura de análise dos demonstrativos que as companhias abertas

portuguesas têm que disponibilizar ao público para avaliar o “cumpra ou explique (*comply or explain*)” de cada uma.

Isto leva à conclusão de que o IPCG se afirmou em Portugal por meio do reconhecimento pelas autoridades de sua relevância em relação às companhias listadas em bolsa. O viés institucional fica aqui muito claro. A preocupação de ter seu código de boas práticas aceito como único pelo mercado e pelos órgãos governamentais com as autoridades regulamentadoras do mercado é o que se procura desde sua fundação.

Apesar da relevância que conquistou em função de se conseguir se colocar como órgão da operação do processo de governança em Portugal, o Instituto dispõe de poucos recursos, oferece poucos cursos, e não se compara em tamanho e orçamento ao seu congêneres brasileiro.

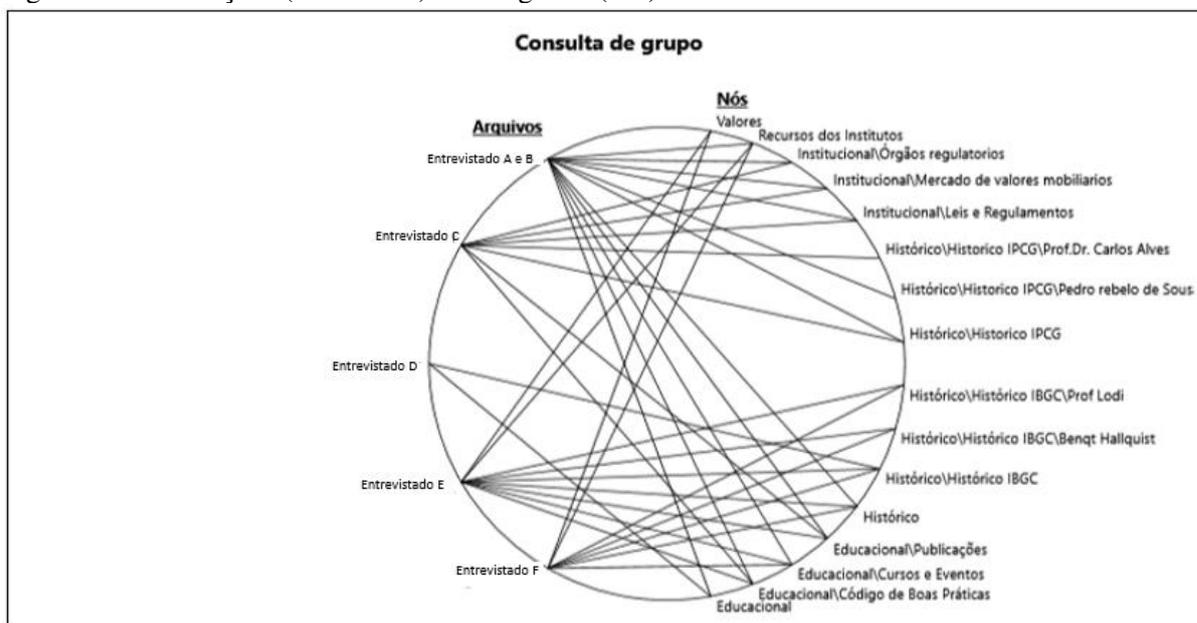
Verificando o relatório anual de 2018, percebe-se claramente que a grande realização do IPCG foi o início da vigência do Código de Governo das Sociedades. A preocupação com ação formativa e disseminação de conhecimento, ainda que declaradamente sejam pilares das atividades do instituto, ficam encobertas pela atividade institucional.

Comparação do Enfoque das Boas Práticas do IPCG e IBGC

A comparação do enfoque das boas práticas do *IPCG e IBGC* foi realizada referentes as seguintes categorias: institucional e educação. O Institucional auxilia o órgão regulatório a desenvolver e promover informações sobre as normas e diretrizes institucionais e proporcionar melhores práticas. O educacional promove capacitação através de cursos e eventos para disseminar o conhecimento para as companhias. O institucional apresenta 3 subcategorias, órgãos regulatórios, mercado de valores mobiliários e leis e regulamentos e o educacional também apresenta 3 subcategorias, publicações dos institutos, cursos e eventos e código de boas práticas. Os institutos de governança português e brasileiro se apresentam de forma diferente, sendo que o português aborda mais o institucional o brasileiro aborda mais o educacional.

Os entrevistados relataram um conjunto de temas envolvendo governança corporativa. O relacionamento obtido entre as transcrições das entrevistas (arquivos) e as categorias (nós, segundo a terminologia do software) é apresentado na Figura 2.

Figura 1 - Transcrições (entrevistas) X Categorias (nós)



Fonte: Análise NVivo

Observa-se que os entrevistados do Brasil (entrevistados A, B e C) concentram o relacionamento com os nós educacionais e os entrevistados de Portugal (entrevistados D, E e F) relacionam-se primordialmente com os nós institucionais. Percebe ainda, que os históricos de cada instituto estão corretamente relacionados com os respectivos entrevistados, o que contribuí para reforçar a validade da pesquisa. A análise destes resultados sugere que a categoria institucional prevalece no IPCG e a categoria educacional prevalece no IBGC.

Essa análise se complementa pelos temas extraídos das entrevistas e documentos. Os entrevistados apontaram alguns temas de governança corporativa que são importantes para eles e seus institutos, conforme é possível ver os resultados na figura 1. O IPCG prioriza temas relacionadas a regulação como Códigos de empresa, *Governance* e CMVM. Tais palavras demonstram que o instituto português tem uma preocupação com o aspecto corporativo de regulação e organização, ou seja, mais institucional. Por outro lado, o instituto brasileiro de governança corporativa demonstra maior incidência em palavras como instituto de governança, valores, pessoas, conselheiro, curso e código que denota uma preferência para aspectos mais internos que focam no indivíduo, mais especificamente na formação do indivíduo para atuar e lidar com as questões de governança.

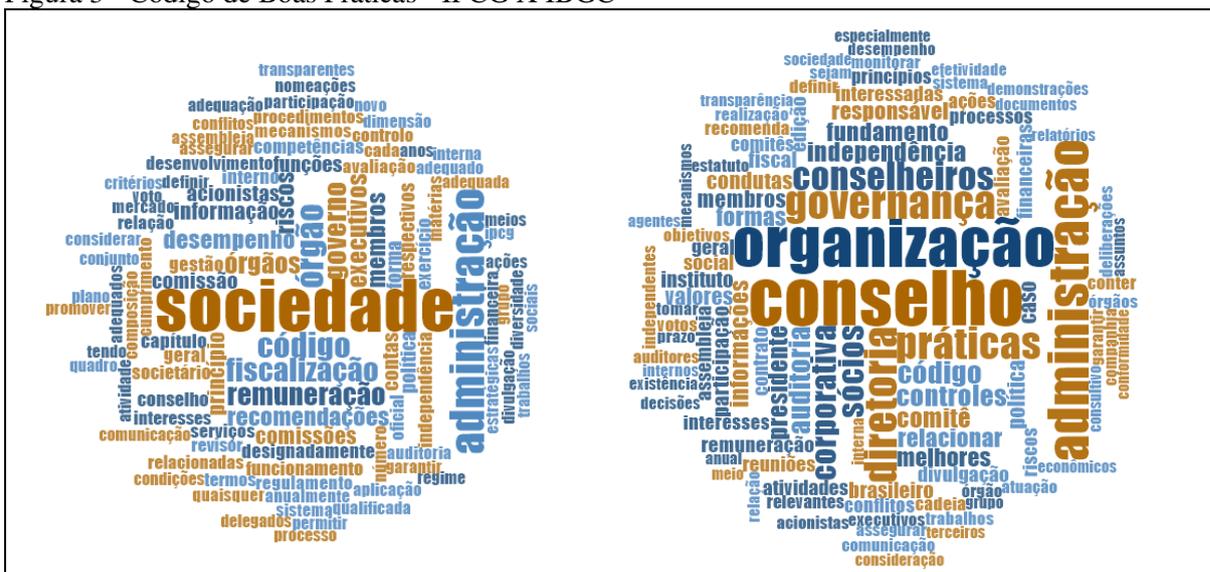
Figura 2 - Nuvem de Palavras das entrevistas realizadas – Portugal X Brasil



Fonte: Análise NVivo

Uma outra análise buscou comparar o conteúdo dos códigos de boas práticas de cada país, relacionando e identificando semelhanças e divergências entre eles, através da contagem de palavras. Na figura 3 é possível apreciar os comparativos (nuvem de palavras dos códigos de boas práticas). A figura apresenta as palavras que mais descreve o instituto como no IPCG: sociedade, administração, órgão, código, fiscalização, governo, remuneração, executivos, desempenho, membros, recomendações, riscos, comissões, princípio, informação. No caso do IBGC as palavras são: conselho, organização, administração, diretoria, governança, práticas, conselheiros, sócios, corporativa, código, auditoria, controles, comitê, independência, presidente. Nesta observação, e pela leitura dos códigos, percebe-se que o IPCG buscou direcionar seu código às empresas listadas em bolsa de valores. Isto é muito mais atrelado ao aspecto institucional. O IBGC procurou deixar seu código de boas práticas aberto a todos os tipos e tamanhos de empresas, com um maior detalhamento dos princípios que o norteiam. Um enfoque mais voltado para o aspecto educacional.

Figura 3 - Código de Boas Práticas - IPCG X IBGC



Fonte: Análise NVivo.

Além da contagem e comparação das palavras de cada código de boas práticas, uma atenta leitura de ambos evidencia a preocupação do IPCG com as autoridades regulamentadoras (fiscalização, governo, remuneração, executivos), ou seja, instituições. Enquanto no código brasileiro não há menção das autoridades, mas várias referências à generalização dos princípios de governança, no sentido de nortear a atuação dos agentes, isso é na questão da educação dos agentes.

Tabela 1 - Comparação dos principais aspectos dos institutos brasileiro e português

IBGC	IPCG
Focado em aspectos educacionais	Focado em aspectos institucionais
Tem preferência para aspectos mais internos que focam no indivíduo, mais especificamente na formação do indivíduo para atuar e lidar com as questões de governança.	Demonstra preocupação com o aspecto corporativo de regulação e organização.
O código de boas práticas aberto a todos os tipos e tamanhos de empresas, detalhando os princípios norteadores de governança corporativa.	O código de boas práticas direcionado às empresas listadas em bolsa de valores.
O código de boas práticas não menciona as autoridades, mas várias referências a generalização dos princípios de governança.	Tem maior preocupação com as autoridades regulamentadoras, fiscalização, governo, remuneração e executivos.

Fonte: elaborado pelos autores.

A tabela acima demonstra que os aspectos educacionais apresentados no IBGC provocam um perfil interno em suas relações voltado para a conscientização e entendimento das normas, enquanto o IPCG se volta para um aspecto externo, promovendo apoio corporativo.

5. Considerações finais

Como se configuram as boas práticas de governança dos institutos de governança corporativa? Os objetivos de pesquisa é mostrar a configuração diferenciada dos códigos de boas práticas de governança do Brasil e de Portugal. Os resultados evidenciam que os institutos se diferem na forma de atuação. Enquanto o IPCG, instituto português, atua com foco em mecanismos institucionais, o IBGC, instituto de governança brasileiro, atua com foco em mecanismos

educacionais. O IPCG atua em subcategorias por meio de órgãos regulatórios, mercado de valores mobiliários e leis e regulamentos, o IBGC por sua vez, foca sua ação por meio de publicações dos institutos, cursos e eventos e código de boas práticas.

Este estudo contribui de forma teórica para a literatura de governança corporativa no Brasil e em Portugal, contribuindo de forma prática para as empresas que atuam em seus próprios mercados ou em ambos, entendendo e analisando a atuação dos institutos de governança corporativa no mercado brasileiro e português de forma comparativa permitindo a observância de práticas recomendadas pela academia, como também para profissionais de mercado, gestores e proprietários de empresas.

Proprietários e gestores de empresas podem atentar para esta situação e priorizar o processo de aprimoramento da governança de suas empresas uma vez que há uma competição e não é recomendável uma empresa estar muito aquém das demais no que se refere a seu conjunto de práticas de gestão e governança em países distintos (CRISÓSTOMO & GIRÃO, 2019).

O estudo apresenta limitações quanto ao número de atores envolvido nas entrevistas e quanto a possibilidade de generalização dos resultados, dado que se trata de um estudo de caso. Desta forma, sugere-se para trabalhos futuros envolver mais atores dos mercados português e brasileiro, como por exemplo a inclusão de conselheiros e CEO's que podem agregar a pesquisa sua opinião sobre os institutos de forma distinta.

Referências

Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2014). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.

BASU, Amiya K. et al. Salesforce compensation plans: An agency theoretic perspective. *Marketing science*, v. 4, n. 4, p. 267-291, 1985.

Berle, A., & Means, G. (1932). *Private property and the modern corporation*. New York: Macmillan.

BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. *Corporate governance, valuation, and performance: evidence from a voluntary market reform in Brazil*. *Financial Management*, v. 40, n. 1, p. 139-157, 2011.

Cadbury, A. (1992). *The Cadbury Report (The financial aspects of corporate governance)*. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., 1992.

Chen, J. (2019). Securities and Exchange Commission (SEC). *Investopedia*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp>.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GIRÃO, Aline Maria Coelho. Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL*, v. 11, n. 2, p. 40-64, 2019

DE ARAUJO, Maria Gabriela Garbelotti Vinhaes; DA SILVA SANT'ANNA, Leonardo. A vinculação do conselho de administração ao acordo de acionistas e a governança corporativa. *Scientia Iuris*, v. 26, n. 2, p. 44-65, 2022.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1978). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

Edmondson, A., & McManus, S. E. 2007. Methodological fit in management field research. *Academy of Management Review*, 32: In press

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

EURONEXT (2019). EURONEXT Lisbon Markets. Recuperado de <https://www.euronext.com/en/markets/lisbon>.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.

Godoy, A. A. (2005). Refletindo sobre critérios de qualidade na pesquisa qualitativa. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 3 (2), 86-94.

HART, John Mason. **Revolutionary Mexico: the coming and process of the Mexican Revolution**. Univ of California Press, 1989.

IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo: IBGC.

IPCG Instituto Português de Corporate Governance (2017). *Protocolo Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e Instituto Português de Corporate Governance*. Recuperado de <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/AcordosComOutrasEntidades/Documents/Protocolo%20CMVM%20IPCG.pdf>.

IPCG Instituto Português de Corporate Governance (2018). *Código de governo das sociedades*. Recuperado de https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf.

IPCG Instituto Português de Corporate Governance (2018). *Relatório de Gestão 2018*. Recuperado de <https://cgov.pt/images/ficheiros/2019/relat%C3%B3rio-de-gest%C3%A3o--contas-ipcg-2018.pdf>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

KOSNIK, Rita D. Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative science quarterly*, p. 163-185, 1987.

Lodi, J.B. (2000). *Governança Corporativa: Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. 7ªed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora.

Mitnick, B. M. (1992). The theory of agency and organizational analysis. *The Ruffin Series in Business Ethics*, 75-96.

- Silva, E. C. (2012). *Governança corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Silveira, A. M. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora.
- Tricker, B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press.
- TRIVIÑOS, A. N. S. Introdução á pesquisa em ciências sociais: À pesquisa qualitativa em educação. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2008
- Yin, R. K. (2001) *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Vergara, S. C. (2016) *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 16 ed. São Paulo: Atlas.
- Zeckhauser, R. J. (1991). *Principals and agents: The structure of business*. J. W. Pratt (Ed.). Harvard Business School Press.