



## GOVERNANÇA CORPORATIVA E PARAMETRIZAÇÃO: UM DESAFIO IMPOSTO PELOS SHADOW DOCUMENTS

Bárbara Simões Narciso<sup>1</sup>

Caroline da Rosa Pinheiro<sup>2</sup>

### RESUMO

**Objetivo:** Este estudo analisa a inexistência de um modelo único de governança empresarial – *one size fits all* – e investiga como o conceito de *shadow documents* pode impactar o monitoramento de mecanismos internos e externos de governança.

**Método:** Foi realizada uma revisão bibliográfica detalhada sobre o tema, utilizando como referencial teórico as ideias desenvolvidas por Nili e Hwang (2020) e GRI (2022). A análise foca na aplicabilidade da dupla materialidade para rastrear, medir e agir com base em informações e métricas específicas.

**Resultados:** A dupla materialidade destaca-se como uma abordagem capaz de promover uma análise aprofundada dos impactos empresariais. No entanto, sua aplicação requer segmentação de fatores como setor de atuação, maturidade, porte, estratégia e estrutura acionária. Essa segmentação é fundamental para determinar o que é material e relevante para a tomada de decisões de investimento e para o monitoramento eficaz dos mecanismos de governança.

**Conclusão:** Conclui-se que a ausência de um modelo universal de governança empresarial exige abordagens adaptativas e rigorosas, como a dupla materialidade, para garantir decisões informadas e alinhadas às especificidades de cada organização.

**Palavras-chave:** Governança Empresarial, Shadow Documents, Dupla Materialidade, Monitoramento de Governança, Decisões de Investimento

**Editor convidado: Dr. Fabrizio Bon Vecchio**  
**Artigo submetido em: 12 de outubro. 2024**  
**Aceito em: 20 de dezembro. 2024**  
**DOI: <https://doi.org/10.37497/revistacejur.v12i00.451>**

<sup>1</sup> Mestranda em Direito e Inovação na Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF pela Linha II de Pesquisa “Direitos Humanos, Pessoa e Desenvolvimento: inovação e regulação jurídica no contexto do capitalismo globalizado”. Universidade Federal de Juiz de Fora – UFJF. E-mail: barbaras.narciso@gmail.com. ORCID: 0000-0002-2472-4885.

<sup>2</sup> Doutora em Direito pela UERJ (linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas) Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF). E-mail: caroline.ufjf@gmail.com. ORCID: 0000-0002-0495-3218.

*CORPORATE GOVERNANCE AND PARAMETRIZATION: THE CHALLENGES  
POSED BY SHADOW DOCUMENTS*

**ABSTRACT**

**Objective:** This study examines the absence of a one-size-fits-all corporate governance model and investigates how the concept of shadow documents impacts the monitoring of internal and external governance mechanisms.

**Method:** A comprehensive literature review was conducted, using the theoretical frameworks of Nili and Hwang (2020) and GRI (2022). The analysis focuses on the applicability of double materiality to track, measure, and act based on specific metrics and information.

**Results:** Double materiality emerges as a key approach to providing in-depth analysis of business impacts. However, its implementation requires segmentation of factors such as industry, maturity, size, strategy, and ownership structure. This segmentation is essential to define what is material and relevant for investment decision-making and effective governance monitoring.

**Conclusion:** It is concluded that the lack of a universal corporate governance model necessitates adaptive and rigorous approaches, such as double materiality, to ensure informed decisions aligned with the specificities of each organization.

**Keywords:** Corporate Governance, Shadow Documents, Double Materiality, Governance Monitoring, Investment Decisions

## Introdução

A governança corporativa tem sido vista como o sistema pelo qual as sociedades empresárias são geridas e controladas, visando compatibilizar e administrar conflitos de interesses entre todos os sujeitos envolvidos: sócios controladores e minoritários, investidores, administradores, credores e *stakeholders* (Frazão, 2019, p. 1).

Expandindo seu foco originário - administração de conflitos internos à sociedade -, a Governança passou a incluir conflitos externos relacionados aos trabalhos, consumidores, credores, Estado (Frazão, 2019, p. 1) e até preocupações relacionadas às pressões de curto prazo do mercado financeiro (Frazão, 2021, p. 80).

Essa evolução constante ocasiona revisão e expansão de princípios, marcos e instrumentos que lhe conferem materialidade. Inexiste, nesta toada, receita ou modelo únicos de práticas corporativas a serem adotadas igualmente por todas as organizações (Silveira, 2021, p. 34), vez que a própria noção do instituto parte do pressuposto de que cada empresa possui suas peculiaridades - porte, estágio de vida, estratégia, estrutura acionária, dentre outros. Entretanto, a percepção de que cada atividade contém sua particularidade permitiu e até fomentou para que o repertório, a forma de organização e a apresentação dos documentos de cada sociedade empresária também fossem únicos.

Neste contexto, a governança passou a abranger, além dos documentos clássicos - estatutos e regimentos -, os chamados *shadow governance*. Esses documentos estão presentes, na maioria das vezes, nas seções destinadas à relação com investidores e, na prática, expressam o compromisso e os processos de uma sociedade em relação a questões como financiamento de campanhas, sustentabilidade ambiental, assédio sexual, direcionamento de conflito de interesses, entre outros (Nili; Hwang, 2020, p. 1101).

Inexistindo uma receita única para todas as organizações, políticas, práticas e documentos necessários à boa governança variam em rol e conteúdo para cada sociedade. Tudo conforme o tempo de existência; atividade desempenhada, o que inclui o segmento de atuação, as condições do mercado em que está inserida, contexto social e especificidades múltiplas.

Por isso, o objetivo do presente trabalho é, a partir do contexto acima, questionar se a inexistência de um modelo estilo *one size fits all*, importa em prejuízos

para o monitoramento dos mecanismos de governança corporativa na atualidade, no sentido de permitir a utilização de documentos como protocolos de intenções e não de determinar ações, dada sua pulverização e falta de parâmetro a partir da enorme quantidade de informações apresentadas nos sítios eletrônicos de cada companhia.

Não por outra razão, em análises empíricas acerca do tema, será necessário atentar-se mais ao conteúdo dos documentos do que a sua forma, uma vez que os documentos institucionais - estatutos e regimentos - não trazem, em regra, as questões mais sensíveis em matéria de governança corporativa e não expressam, de forma suficientemente clara, o compromisso e os processos adotados para lidar com os problemas relacionados à governança, para além do seu foco originário, no dia a dia da companhia (Nili; Hwang, , 2020, p. 1101).

Por consequência, demandará maior rigor metodológico no estabelecimento de espaço amostral de análise e aprimoramento dos critérios para a parametrização da análise. Por fim, além da revisão bibliográfica acerca do tema, a pesquisa utilizará o método hipotético-dedutivo, tendo como premissa que a falta de parâmetro e pulverização dos documentos apresentados ao mercado dificulta o controle e monitoramento das ações divulgadas como compromissos pelas empresas.

### **Objetivo e objeto da governança corporativa**

O conceito de governança corporativa deriva do relacionamento de agência - assimetria informacional entre proprietários e administrador -, tendo correlação com a separação entre propriedade e controle e com a atuação de gestores na condição de antagonista dos proprietários, trazendo malefícios financeiros ao empresário<sup>22</sup>.

O instituto surge, nesse contexto, como conjunto de mecanismos e procedimentos que objetivam garantir o direito dos acionistas diante dos abusos dos gestores. Ademais, também tem o fim de proteger o acionista minoritário frente ao majoritário, prevendo regimentos voltados à preservação da transparência, ética, responsabilidade pelos resultados e prestação de contas dos gestores (Pinheiro, 2017, p. 44-46).

---

<sup>22</sup> Para mais, ver: Berle Adolf A.; Means, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991 e Jensen, Michael C.; Meckling, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305- 360, 1976.

Com evolução constante, a governança corporativa<sup>23</sup> representa hoje uma gestão de negócios que busca viabilizar uma perspectiva de desenvolvimento social e econômico da sociedade (Pinheiro, 2017, p. 40), a partir da criação de um ambiente corporativo que induza, interna e externamente, o cumprimento voluntário de regras no melhor interesse de longo prazo da companhia.

Assim, observa-se que a Governança Corporativa importa no estudo dos mecanismos de relacionamento e controle da atividade empresarial (IBGC, 2023, p. 15), a fim de proporcionar maior transparência a todos os sujeitos envolvidos, minimizar os problemas de agência e preservar, a longo prazo, ativos e ações da sociedades empresárias, protegendo, também, os interesses dos *stakeholders*.

Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa existem nas sociedades empresariais em função de três potenciais problemas: (i) conflito de interesses<sup>24</sup>, (ii) limitações técnicas individuais e (iii) vieses cognitivos (Silveira, 2021, p. 30)<sup>25</sup>. E visam alcançar quatro objetivos centrais. São eles: (i) aprimoramento contínuo do processo decisório para que decisões sejam tomadas no melhor interesse de longo prazo das organizações; (ii) redução da probabilidade de surpresas negativas decorrentes de ações intencionais ou involuntárias; (iii) elevada transparência ao público interno e externo e; garantia de equidade nos tratamento e (iv) exercício dos direitos de todos os sócios (Silveira, 2021, p. 36),

Além disso, uma das preocupações é enfatizar, em torno das responsabilidades social e ambiental corporativa, que o funcionamento dos mercados não deve ser orientado por uma lógica imediatista e rentista (Sztajn; Filho, 2022, p. 173), ou seja, a partir do atendimento de interesses individuais ou organizacionais, mas de curto prazo. Isso exige a projeção dos efeitos decisórios no médio e longo prazos, a partir

---

<sup>23</sup>O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) conceitua a Governança como sendo “sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral” (IBGC, 2023, p. 17).

<sup>24</sup> Para mais, ver: NARCISO, Bárbara Simões. *Conflito de interesses, novo mercado e eficiência autorregulatória: o compromisso firmado pelas companhias listadas na B3. Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado.* Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

<sup>25</sup> Para tanto: “[v]iés cognitivo é a tendência de uma pessoa tomar decisões sistematicamente erradas em função de suas características cognitivas. O fenômeno é amplamente estudado na Psicologia, que analisa como nossas “regras de bolso” ou heurísticas pessoais podem nos levar a fazer julgamentos errados.” (Silveira, 2010, p. 217). Nesse sentido, os vieses cognitivos individuais compreendem memória, estatísticas, confiança, adequação, apresentação e situação e os coletivos podem ser “efeito manada, pensamento de grupo (consenso a qualquer custo), falso consenso, favoritismo, causa própria” (Frazão, 2021, p. 85)

de parâmetros minimamente objetivos que permitam reduzir decisões enviesadas que, cumuladas com vieses cognitivos e limitações técnicas individuais (Silveira, 2021, p. 30), dificultem a mensuração das consequências cumulativas e integradas de suas práticas sobre a sustentabilidade e a geração de valor para todas as partes interessadas (Kumar, 2023, p. 1).

Não bastante, a evolução constante do instituto da Governança Corporativa leva à revisão e expansão permanente de seus princípios, marcos e mecanismos estruturantes que lhe conferem materialidade. Nesse sentido, não é razoável esperar que um único modelo de governança seja igualmente aplicado a todas as organizações. Por isso, não há receita ou modelo únicos de práticas corporativas (Silveira, 2021, p. 34), vez que a própria noção do instituto parte do pressuposto de que cada empresa possui suas peculiaridades - porte, estágio de vida, estratégia, estrutura acionária, interesses, dentre outros fatores considerados nas políticas de governança adotadas.

### **O desafio imposto pelos *shadow documents***

Não obstante o reconhecimento do atual estado da arte no item anterior, a governança corporativa abrange um ecossistema muito mais amplo do que normalmente é previsto nos estatutos e regimentos internos. Assim, *shadow governance* ou *shadow documents* é o nome dado aos documentos presentes nas seções de relação com investidores contidos nos sites das companhias e que expressam, em termos de governança, o compromisso e os processos de uma empresa em relação à diversas questões como, por exemplo, financiamento de campanhas, sustentabilidade ambiental, assédio sexual, direcionamento de conflito de interesses, entre outros (Nilj; Hwang, 2020, p. 1101).

Justamente por inexistir uma receita única para todas as organizações - *one size fits all* - os *shadow documents* ou políticas e práticas de governança variam em rol e conteúdo - com exceções de documentos para os quais há leis e estruturas específicas -, à medida que varia a empresa analisada.

Isso se justifica porque o volume de documentos necessário para a boa governança de uma companhia varia conforme tempo de existência; atividade que esta desempenha, o que inclui o setor em que atua; em que e quais são as condições do mercado está inserida, contexto social, sem prejuízo de outras considerações.

É por esse motivo que o seu principal desafio continua sendo uma estrutura padronizada para determinar e medir os impactos no mundo real (Busch; Bruce-Clark; Derwall, et. al, 2021, p. 33).

A título de exemplo, o estatuto e o regimento interno do Facebook trazem detalhes escassos<sup>26</sup>. Para uma empresa que vale mais de meio trilhão de dólares, vinte e quatro páginas fornecem pouca ou nenhuma informação relevante acerca de seu funcionamento na prática. Ou seja, não traz a forma como a empresa toma decisões, quais princípios orientam essas decisões e quais valores a empresa defende (Nili; Hwang, 2020, p.1100).

Em vez disso, esses detalhes podem ser encontrados nos seis documentos de governança, que são divulgados no site da empresa e dizem respeito a questões tão abrangentes quanto o processo para lidar com conflitos de interesse e oportunidades corporativas e as políticas da empresa sobre assédio sexual, e tão granulares quanto a idade de aposentadoria dos diretores do conselho, por exemplo<sup>27</sup>.

Por isso, os chamados *shadow governance*<sup>28</sup> - ou documentos de governança paralela -, que são os documentos presentes nas seções de relação com investidores apresentado nos sites das companhias, são extremamente importantes, sobretudo considerando que a maioria dos principais debates sobre governança corporativa, a disputa entre diretores, acionistas e órgãos reguladores, que foram travados com base em estatutos e regimentos internos, são decididos nesses documentos. São eles que expressam o compromisso e o processo de uma empresa para lidar com os problemas relacionados à governança no dia a dia (Nili; Hwang, , 2020, p. 1101).

Ainda, comparando documentos principais de governança com os documentos de *shadow governance*, esses geralmente fornecem diretrizes mais claras e informações mais específicas sobre determinada situação, por vezes preenchendo lacunas de estatutos e regulamentos<sup>29</sup> e também são capazes de influenciar o

<sup>26</sup> Informação disponível em: <[https://s21.q4cdn.com/399680738/files/doc\\_downloads/governance\\_documents/FB\\_Bylaws.pdf](https://s21.q4cdn.com/399680738/files/doc_downloads/governance_documents/FB_Bylaws.pdf)>. Acesso em 24 jun. 2023.

<sup>27</sup> Informação disponível em: <[https://www.facebook.com/policies\\_center#more-policy-types](https://www.facebook.com/policies_center#more-policy-types)> e <<https://perma.cc/XHA3-HPS2>>. Acesso em 24 jun. 2023.

<sup>28</sup> Sobre a definição, os autores pontuam que: “Put simply, a shadow governance document is any non- charter, non-bylaw document that speaks to issues of corporate governance. This definition intentionally casts a wide net”. **Em tradução livre:** “Simplificando, um documento de governança sombra é qualquer documento não estatutário e não regimental que trate de questões de governança corporativa. Essa definição intencionalmente lança uma rede ampla.”

<sup>29</sup> “Compared to core governance documents, shadow governance documents often provide clearer directives and more specific information. They often set the board agenda, dictating things from meeting dates to the substantive issues to be discussed at each meeting. They also fill gaps where the corporate charter or bylaws may be silent or non-specific. The broad landscape of shadow governance documents

conselho de administração na tomada de decisão quanto à matéria, procedimento e autoridade a ser adotado na prática.

Em termos de conteúdo, servem como diretrizes para reuniões; de procedimentalidade, definem regras que regem poderes do conselho e de comitês e até mesmo referências para a resolução de disputas internas (Nili; Hwang, 2020, p. 1123). Já quanto à autoridade, uma vez divulgados publicamente, podem ser usados para julgar e avaliar como outras empresas resolveram questões de disputas internas e definem a responsabilidade.

Um estudo de governança focado em estatutos e regimentos internos das companhias distorce, pois, a realidade corporativa, na medida em que reduz artificialmente o escopo da governança corporativa e da influência dos acionistas. Isso ocorre, primordialmente, porque existe uma variedade de outros mecanismos além dos estatutos e regimentos internos que, verdadeiramente, definem e articulam suas agendas<sup>30</sup>.

Em termos de conflito de interesses, por exemplo, o código de conduta traz pouca ou nenhuma informação relevante sobre o que é considerado conflito de interesses, como a companhia e os controladores devem agir a partir da observação de um voto proferido com conflito de interesses, como esses serão mitigados no dia a dia da companhia e para quem esses mesmos conflitos serão reportados.

---

represents both a hugely understudied part of corporate governance law, and an avenue of enormous practical import. This sets the stage for Part III, which discusses the practical and theoretical implications of shadow governance" (Nili; Hwang, 2020, p. 1123). **Em tradução livre:** "*Em comparação com os principais documentos de governança, os documentos de governança sombra geralmente fornecem diretrizes mais claras e informações mais específicas. Eles geralmente definem a agenda do conselho, determinando desde as datas das reuniões até as questões substantivas a serem discutidas em cada reunião. Eles também preenchem lacunas onde o estatuto corporativo ou os regulamentos podem ser omissos ou não específicos. O amplo cenário dos documentos de governança sombra representa uma parte extremamente pouco estudada da lei de governança corporativa e um caminho de enorme importância prática. Isso prepara o terreno para a Parte III, que discute as implicações práticas e teóricas da governança paralela*"

<sup>30</sup> Em rol exemplificativo, podem ser considerados documentos de shadow governance: Dentre o rol de documentos considerados, encontram-se a seguir listados: Código de Conduta e Ética, Política de Controles Internos, Política de Direitos Humanos, Política da Qualidade, Política de Diversidade e Inclusão, Política de Investimentos Socioambientais e Doações, Política de Gestão Ambiental, Política de Controles Internos, Política Anticorrupção, Política de Gestão Integrada de Riscos, Política de Gestão de Derivativos, Política de Partes Relacionadas, Código de Conduta, Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante, Política de Negociação de Valores Mobiliários, Política de Indicação, Política de Governança Corporativa, Política de Privacidade, Política para Contratação de Serviços Extra- Auditoria de seus Auditores Independentes, Política de Doações de Produtos e Apoio à Projetos, Política de Destinação de Resultados e Distribuição de Dividendos, Política de Segurança da Informação, Política de Indicação de Administradores, Política de Remuneração de Administradores, Política de Conflito de Interesses, Política de Transação com Partes Relacionadas.



Além disso, esses documentos paralelos, uma vez adotados, devem ser levados a sério, pois representam uma forma real e tangível de moldar as empresas, os conselhos e os gerentes<sup>31</sup>.

Em suma, partindo de uma perspectiva teórica, estudar esses mecanismos é importante por vários motivos. Dentre eles: (i) um estudo convencional de governança corporativa, focado nos documentos institucionais, não leva em conta o escopo completo do ecossistema de governança e cria grandes distorções entre a teoria e a prática do que é e do que deve ser uma política de governança efetivamente instituída. Além disso, embaça a compreensão do mercado sobre a agenda adotada pelas companhias, já que, por vezes, agendas sociais e políticas, como divulgações de financiamento de campanha, declarações ambientais, informações importantes para investimentos de longo prazo são previstos em documentos paralelos, e não nos estatutos e regimentos internos (Nili; Hwang, 2020, p. 1132); (ii) até mesmo questões centrais de governança, como qualificação de diretores, opções de ações e conflito de interesses são frequentemente desenvolvidas e definidas em documentos de *shadow governance*.

Em continuação, (iii) esses documentos fornecem esclarecimentos sobre questões discutidas nos estatutos e regimentos internos; (iv) a sua desconsideração mascara a verdadeira divisão de poderes entre os administradores e acionistas, o que é potencialmente problemático, seja para os acionistas sobre controle e avaliação da governança corporativa em relação à administração, seja para o mercado em busca de redução de assimetria informacional, para os órgãos de controle e fiscalização da atividade empresarial e até para academia, diante da dificuldade de avaliar a evolução das informações prestadas pelas companhias a partir da “sombra” criada pela forma de organização e divulgação desses documentos. (Nili; Hwang, 2020, p. 1132-1133). Por último, (v) o estudo aprofundado dos mecanismos de governança permite construir um sistema robusto de governança corporativa, vez que (a) olhares atentos e interessados sobre práticas adequadas podem corroborar com melhores resultados ou, minimamente, com menores exposições à riscos empresariais, vez que a adoção de mecanismos de governança corporativa, *compliance* e até os relatórios de impacto

---

<sup>31</sup> Entretanto, essa verificação depende diretamente do papel de *enforcement* adotado pelos órgãos reguladores, a fim de afastar o problema da cosmética e o fato de muitas companhias considerarem os documentos de governança corporativa como meramente declarativos. Para mais informações, ver: PINHEIRO, Caroline da Rosa; SOARES, Adrienny Rúbia de Oliveira. *Compliance: entre teoria e prática. Regulação e autorregulação no mercado de capitais. Et. Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado.* Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

que reúnem as informações sobre métricas de ESG, têm sido tratados como vantagem competitiva e reputacional<sup>32</sup>; (b) para além de regras internas ou atendimento a normas externas, a governança é identificada em todas as áreas da empresa e nas formas com que as decisões corporativas são tomadas. E (c) “discutir o ambiente institucional, a governança de sociedades, a criação de instrumentos financeiros inovadores e o papel das agências de avaliação de riscos, quando muitas vezes o cenário é de incerteza, são questões fundamentais para se buscar prevenir novos eventos catastróficos (Oliveira, 2022, p. 9).

Quanto à utilização efetiva desses mecanismos, os diversos escândalos financeiros e não-financeiros trazem um questionamento a respeito do *greenwashing* em governança corporativa e, em suma, do seu caráter (não) vinculativo e meramente protocolar<sup>33</sup>. Ou seja, a possibilidade de que os documentos sejam utilizados como alavanca reputacional sem que haja efetiva modificação do modo de agir da sociedade<sup>34</sup>.

Nesse sentido, estudos nacionais<sup>35</sup> e internacionais apontam (i) elevado grau de variabilidade no número dos documentos de governança corporativa divulgados por companhias que, por vezes, possuem a mesma exigência em mercados de capitais; (ii) que companhias maiores, medidas pela capitalização do mercado, tendem a divulgar mais documentos de *shadow governance* (Nili; Hwang, 2020, p. 1098); e (iii) que alguns documentos de governança tendem a ser adotados em pares ou conjuntos.<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> Exemplo disso são os níveis diferenciados de listagem da Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

<sup>33</sup> Teubner (2020, pp. 9-10), por outro lado, discorre a respeito da observância obrigatória dos preceitos, haja vista a latente contradição entre a divulgação desses documentos como normas da companhia e o argumento de serem meras declarações acerca das intenções empresariais. In: Teubner, Gunther. *Politics, Governance, and the Law Transnational Economic Constitutionalism in the Varieties of Capitalism. Global Perspectives. University of California Press. 2020.*

<sup>34</sup> É o problema da cosmética, situação enfrentada em Albuquerque, Eduardo Lemos Lins de. *Compliance e crime corporativo. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2018* e Cueva, Ricardo Villas Bôas; Frazão, Ana. *Compliance: perspectivas e desafios dos programas de conformidade. Belo Horizonte: Fórum, 2018.*

<sup>35</sup> Para a verificação completa de pesquisa realizada no Brasil, levando em consideração as companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3, ver: Compliance: entre teoria e prática. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

<sup>36</sup> Quanto ao ponto: “Based on this data, it appears that companies choose to disclose a particular type or set of policies. The rationales behind those disclosures, however, may vary. Some companies may have conduct policies but choose not to disclose them. Some policies or sets of policies may be disclosed to answer specific investor requests, or to meet the company’s specific marketing or compliance needs. In other cases, disclosed documents are supplemental to each other, so disclosure of one piece may not make much sense without disclosure of related pieces” (pp. 1119-1120). **Em tradução livre:** “Com base nesses dados, parece que as empresas optam por divulgar um determinado tipo ou conjunto de políticas. As razões por trás dessas divulgações, entretanto, podem variar. Algumas

Por isso, o presente estudo avalia a problemática da pluralidade de modelos, formas de apresentação e descrição das informações apresentadas pelas companhias em matéria de governança. Isto porque, inexistência de um modelo único, exige esforços adicionais para avaliação, monitoramento, comparação, acompanhamento e controle sobre as informações divulgadas e este cenário parece estar contribuindo, significativamente, para a transformação dos instrumentos de governança em verdadeira cosmética.

### **A dupla materialidade**

A ideia de criar classificações para definir uma boa ou má governança<sup>37</sup> advém da necessidade de medir como relatórios e mecanismos são capazes de aferir a responsabilidade corporativa e afastar, na maior medida possível, a utilização da governança como instrumento de *marketing*, fraude e manipulação - que são receios traduzidos pela expressão *greenwashing*.

Por isso, para além do mapeamento da governança - o que pode se dar através da verificação acerca da disponibilização ou não de um determinado rol de documentos -, a doutrina tem entendido que há a necessidade de focar na materialidade de impacto das ações adotadas pelas companhias. E neste sentido, explorar o potencial total de alavancagem dos mercados financeiros para um desenvolvimento mais sustentável - ambiental e economicamente - abrange o foco na geração de impacto (Busch; Bruce-Clark; Derwall, et. al, 2021, p. 33), ou seja, além da materialidade financeira, a materialidade de impacto (dupla materialidade) amplia o papel dos documentos na missão de divulgar adequadamente, as estratégias de governança adotadas.

A dupla materialidade, portanto, é fundamental e desempenha papel crucial tanto na preparação das divulgações quanto na sua verificação por um auditor, investidor ou *stakeholder*. A partir dela é possível acrescentar um ângulo importante

---

*empresas podem ter políticas de conduta, mas optam por não divulgá-las. Algumas políticas ou conjuntos de políticas podem ser divulgados para responder a solicitações específicas de investidores ou para atender às necessidades específicas de marketing ou conformidade da empresa. Em outros casos, os documentos divulgados são complementares uns aos outros, de modo que a divulgação de uma parte pode não fazer muito sentido sem a divulgação de partes relacionadas”.*

<sup>37</sup> Aqui entendidas como “um conjunto de processos ou características organizacionais que, em média, melhoram a tomada de decisões e reduzem a probabilidade de resultados ruins decorrentes de escolhas estratégicas, operacionais ou financeiras, ou de lapsos éticos ou comportamentais em uma organização”. In: Loosey-Goosey Governance Four Misunderstood Terms in Corporate Governance (2019). Disponível em: <<https://www.wlrk.com/docs/SSRN-id3463958.pdf>>. Acesso em 20 mar. 2024.

na jornada empresarial, porque proporciona aos investidores e *stakeholders* uma melhor compreensão do que esperar de cada tipo de investimento, a partir de uma definição precisa e aplicável do que são e não são, exemplificativamente, os investimentos alinhados e geradores de impacto em uma determinada companhia (Busch; Bruce-Clark; Derwall, et. al, 2021, p. 33).

Dessa forma é possível realizar o monitoramento dos mecanismos - internos e externos - de governança independente da existência de um modelo empresarial universal. Isso ocorre porque a materialidade é usada para filtrar as informações relevantes. Uma informação é considerada material ou relevante se e quando puder influenciar a tomada de decisão das partes interessadas em relação à sociedade/organização que está relatando (GRI, 2022, p. 1), ou seja, a omissão, distorção ou ocultação influenciam as decisões que os principais usuários desses relatórios tomam com base nas informações divulgadas (ISSB, 2022, 9).

A ausência de definição, bem como de processos rigorosos de materialidade e dupla materialidade, a terceirização de avaliação de evidências ou a consideração enquanto responsabilidade somente do setor de sustentabilidade ou de governança (e não da sociedade e da própria diretoria executiva), gera o risco de expor a companhia/organização a ineficiência dos mecanismos utilizados e, portanto, perda da credibilidade alcançada no mercado, acusações de *greenwashing* e penalidades financeiras<sup>38</sup>.

A diversidade de perspectivas sobre as quais informações são relevantes e as abordagens para monitorá-las, medir seu impacto e tomar decisão com base nelas resulta em uma variedade de métricas disponíveis e igualmente relevantes. Por isso, as métricas e as informações relevantes não são uniformes. Ao contrário, dependem de fatores específicos de cada investimento, incluindo o setor, a geografia e a maturidade da empresa (KPGM, 2023, p. 2).

Por isso, a análise de instrumentos de governança são, em geral, setorizadas, com recortes específicos a respeito de temas (conflitos de interesses, concorrencial, proteção de dados, trabalhista, entre outros), amplitude (determinados segmentos de um mercado ou listagem de emissores) e objetivo (se quantitativa ou qualitativa)<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Disponível em: Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran. Acesso em 27 out. 2023.

<sup>39</sup> A título de exemplo, a obra ***Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado***. Coordenado por Caroline da Rosa Pinheiro. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022 traz o resultado empírico, de

Nessas pesquisas, de cunho qualitativo, a busca é pela dupla materialidade: financeira e de impacto. Uma questão de governança, para materialidade financeira, será relevante se afetar - ou possuir o potencial de afetar - o fluxo de caixa e a criação de valor financeiro de uma sociedade (ISBB, 2022, p. 16). Por outro lado, será relevante sob o ponto de vista de impacto quando relevante para *stakeholders*, relacionar-se, por exemplo, ao comportamento corporativo no meio ambiente, na sociedade e na economia (GRI, 2022, p. 3) e fornecer informação necessária para compreender como os temas dispostos nos *shadow documents* afetam o desenvolvimento, a performance e o posicionamento da organização<sup>40</sup>, tanto ao nível das operações como da cadeia de valor.

Ou seja, a doutrina considera a necessidade de analisar a materialidade de fora para dentro em relação aos aspectos financeiros, para avaliação de riscos, oportunidades de sustentabilidade e criação de valor para organização, e de dentro para fora nos impactos no meio ambiente e na sociedade (GRI, 2022, p. 2). É assim que se entende que, embora inexistente e impossível um modelo único de governança empresarial, seja possível fornecer e captar os *insights* necessários para informar o desenvolvimento da estratégia, garantir uma governança sólida e permitir maior transparência nos relatórios<sup>41</sup>.

E essa materialidade só se completa com validação de *stakeholders*, necessária para verificar o processo seguido para identificar questões relevantes, a lista de tópicos considerados relevantes para a companhia e como os tópicos relevantes são gerenciados e monitorados. Tudo isso, porque uma análise de materialidade robusta, confiável e defensável é, necessariamente baseada em evidências e sistematizada; realizada anualmente, antes da preparação de relatórios e atualização de políticas e envolve o mais alto órgão de governança da organização na tomada de decisões sobre materialidade<sup>42</sup>.

---

pesquisa qualitativa e quantitativa, das empresas listadas no segmento do Novo Mercado (da B3), a partir de diferentes critérios, a permitir uma específica entre teoria e prática.

<sup>40</sup>Diretiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>>. Acesso em: 07 nov. 2023.

<sup>41</sup> Disponível em: <Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran>. Acesso em: 28 out. 2023.

<sup>42</sup> Disponível em: <Materiality definition: the ultimate guide | Datamaran>. Acesso em: 28 out. 2023.

## Conclusões

Há um reconhecimento crescente sobre a importância de dados de governança para identificar oportunidades para a criação de valor e mitigação de riscos corporativos. Assim, da mesma forma que a maturidade e o desempenho empresarial em relação ao tema desempenha papel importante nas decisões de investimento, os *stakeholders* ao redor do mundo estão buscando mais informações de governança, exigindo maior divulgação de dados ao público externo e enfrentando desafios de como incorporar a análise de dados em seus processos decisórios mais amplos.

Parte dessa dificuldade se refere à inexistência de um modelo estilo *one size fits all* e, conseqüentemente, à variabilidade documental. Ou seja, a inexistência de uma estrutura padronizada para determinar e medir os impactos no mundo real é responsável pela pulverização e falta de parâmetro quanto às informações apresentadas nos sítios eletrônicos de cada companhia.

Todavia, como o foco atual em matéria de governança precisa ser a geração de impacto, a dupla materialidade - financeira e de impacto - permite analisar quais áreas impactam e são impactadas pela saúde financeira e operacional de uma dada companhia, riscos e oportunidades em governança, bem como a empresa faz a análise, gestão e mitigação de externalidades positivas e negativas.

Por outro lado, como existe uma variedade de pontos de vistas acerca de relevância de informações, abordagens para rastrear, medir e agir com base nessas informações e métricas, essa análise, seja por parte de emissores, investidores ou *stakeholders*, exige a segmentação do tipo de investimento avaliado, o que inclui, mas não se limita, ao setor de atuação, maturidade da empresa, porte, localização espacial e de mercado, estratégias adotadas e estrutura acionária.

Assim, a inexistência de um modelo único de governança, pressuposto da própria noção do que compreende a governança corporativa, por si só, não importa em prejuízos para o monitoramento dos mecanismos, mas necessariamente exige, em contrapartida, ações específicas e determinadas, para o alcance de parâmetros mínimos que permitam averiguar se, a companhia analisada, a partir de fatores como porte, estágio de vida, estrutura acionária, localização e estratégia, considera os riscos que o avaliador, investidor, *stakeholder* ou acionista entendem relevantes para a tomada de decisões de investimento.

É nesse ponto que a dupla materialidade se apresenta como caminho a ser percorrido. A um só tempo: Permite - a partir de evidências -, uma compreensão mais profunda de quais áreas (ambientais e sociais, por exemplo) impactam e são impactadas pela companhia;

(i) Promove a possibilidade de identificar como as operações empresariais e questões de impacto social e ambiental estão interligadas, permitindo (a) antecipar as mudanças do mercado; (b) visualizar o processo seguido para identificar questões relevantes, a lista de tópicos considerados relevantes para a companhia e como esses tópicos são gerenciados e monitorados; e (c) identificar a integração de riscos e oportunidades não financeiros nos processos de tomada de decisão pela companhia. Isso significa que mecanismos internos de governança se expandem para incluir avaliações abrangentes de riscos de governança, garantindo que outros fatores - que não os benefícios para acionistas - sejam levados em consideração ao planejar e executar estratégias corporativas.

(ii) Permite, a partir da matriz de risco desenhada e adotada pela companhia, identificar como a companhia gerencia riscos não financeiros, como aqueles relacionados à reputação, regulação ambiental, entre outros, que podem ter impactos significativos em suas operações e desempenho financeiro.

(iii) Aumenta o engajamento e diálogo com *stakeholders*, porque traça a obrigação de atualização contínua de relatórios e políticas que, somados aos mecanismos externos de governança, podem fornecer insights valiosos sobre questões importantes para empresa e suas partes interessadas, ajudando a companhia a entender e responder melhor às expectativas e preocupações de investidores;

(iv) Permite a gestão da reputação da marca, porque os mecanismos internos de governança podem ser usados para demonstrar aos investidores e *stakeholders* que os *shadow documents* estão alinhados com os valores declarados nos documentos tradicionais de governança corporativa, evitando imputações relacionadas ao *greenwashing*.

Ou seja, longe de esgotar as vantagens da adoção da dupla materialidade, ela, ao aprimorar a transparência e prestação de contas da sociedade, permite a concretização dos mecanismos internos e externos de governança a partir de uma perspectiva de desenvolvimento social e econômico da sociedade que afasta a visão

meramente imediatista e rentista. Isso gera, ao longo prazo, a preservação de ativos empresariais considerando não só os benefícios para acionistas, mas para todos os envolvidos na atividade empresarial.

## Referências

- BUSCH, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. **SN Business & Economics**, 1(2), 1–13. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>>.
- FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. 1 Edição. Volume I, 2021, pp.79-109.
- FRAZÃO, Ana. Governança corporativa e compliance como mecanismos para a a superação do shareholder theory. **JOTA** (2019). Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>>.
- GRI. **The ABC of ESG ratings – an invitation for common ground**. 2022. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/search/?query=ESG>>.
- GRI. **GRI Perspective 10 - ESG risk: Taking the woke debate seriously**. 2023. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/search/?query=ESG>>.
- IBGC Segmentos. **Governança Corporativa para Startups & Scale-Ups**, 2019. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24050>>.
- IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa** / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - 6. ed. - IBGC. - São Paulo, SP : IBGC, 2023. 80 p. ; 18cm x 25,5cm. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>>.
- ISSB (International Sustainability Standards Board). **General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information**. 2022, 9.16. Disponível em: <Exposure Draft on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information>.
- KPMG. **ESG metrics that matter. Leveraging ESG data contributes to enhanced outcomes for private equity investors** (2023). Disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pt/pdf/esg-metrics-that-matter-web-final.pdf>>.
- KUMAR, S. (2023). A review esg performance as a measure of stakeholders theory. **Academy of Marketing Studies Journal**, 27(S3), 1-18. Disponível em: <<https://www.abacademies.org/articles/a-review-esg-performance-as-a-measure-of-stakeholders-theory-15712.html#:~:text=Stakeholders%20Theory%20and%20ESG&text=This%20view%20creates%20a%20framework,company%20successfully%20in%20long%20term>>.
- NILI, Yaron and HWANG, Cathy, Shadow Governance (October 2, 2019). 108 California Law Review 1097 (2020), Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper #1487, **Virginia Law and Economics Research Paper** No. 2020-14. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3463980>>.



OLIVEIRA, Fabrício de Souza. **Governança corporativa - a crise financeira e os seus efeitos (equivocos e possibilidades)**. Rio de Janeiro: Processo 2022. 358p; 23 cm. ISBN 978658935186-2.

PINHEIRO, Caroline da Rosa. **Os impactos dos programas de integridade (compliance) sobre os deveres e responsabilidades dos acionistas controladores e administradores de companhia**. Tese de Doutorado apresentada na Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2017.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2021.

SZTAJN, Rachel; FILHO, Milton Barossi. Environment, Social and Corporate Governance: qualidade de vida e mercados. In: **Compliance entre a teoria e a prática: reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no novo mercado**. Coordenado por Caroline da Rosa Pinehrio. - Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2022.