

## Abordagem pragmática da Resolução CVM 59 e das informações ESG

Quando a Resolução CVM 59 foi publicada, em dezembro de 2021, o então presidente da autarquia afirmou que a *"reforma da Instrução 480 representa mais um marco da agenda de redução de custos de observância regulatória, com a simplificação e reestruturação de informações exigidas sem prejuízo do essencial para que investidores tomem decisões adequadas"*. A fala endereça um dos grandes problemas relacionados ao exercício de fiscalização do Estado: os altos custos operacionais inerentes ao cumprimento de obrigações burocráticas, sobretudo quando se considera a elaboração de formulários de referência com milhares de páginas e inúmeras informações duplicadas, que nem sempre satisfazem o



Qualquer demanda por maior transparência precisa levar em

consideração que a informação custa caro para ser produzida e processada. Para divulgar informações, a empresa precisa primeiro coletar os dados, o que consome recursos da organização e dos gestores, sobretudo se considerados os riscos de responsabilização caso os registros não sejam precisos [\[1\]](#). Os investidores também enfrentam limitações na capacidade de processar informações. O risco de responsabilidade por omissões ou distorções insignificantes pode fazer com que as organizações divulguem uma enxurrada de informações irrelevantes aos acionistas, com maior potencial para comprometer a tomada de decisão do que facilitar o processo. A normativa da CVM busca simplificar a divulgação de informações e eliminar redundâncias, permitindo que os dados sejam complementados com referências cruzadas a outros documentos disponibilizados pelas organizações no site da própria autarquia [\[2\]](#).

A Resolução CVM 59 também prevê que as empresas devem passar a apresentar informações relacionadas a aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa, seguindo uma tendência que vem ganhando força no mundo todo. A obrigação de divulgação de indicadores ESG já é imposta para as empresas listadas no âmbito da União Europeia desde 2018, quando passou a vigorar a Diretiva 2014/95/EU, regulamentando a divulgação dos riscos de sustentabilidade dos investimentos [\[3\]](#). Mais recentemente, em fevereiro de 2022, a Comissão Europeia publicou o projeto de sustentabilidade corporativa e diretiva de *due diligence*, propondo padrões de requisitos ambientais e humanitários a serem analisados pelas empresas na avaliação de seus fornecedores e parceiros comerciais [\[4\]](#). A Securities and Exchange Commission (SEC) também anunciou uma proposta similar, em março de 2022, noticiando que passaria a incluir a necessidade de divulgação de dados relacionados aos impactos climáticos nos relatórios anuais emitidos pelas empresas de capital aberto [\[5\]](#).

A Resolução CVM 59 exige que as empresas passem a indicar nos seus formulários de referência dados relacionados à governança corporativa, direitos humanos e meio ambiente, além da adoção de práticas voltadas à gestão de riscos. Em linhas gerais, a norma prevê que as empresas devem informar:

- Se divulgam dados ESG no relatório anual ou em algum outro documento específico publicado pelo emissor (item 1.9, a);
- A metodologia ou padrão seguidos na elaboração do relatório ou documento (item 1.9, b);
- Se o relatório ou documento é auditado ou revisado por entidade independente (item 1.9, c);
- A página da rede mundial de computadores onde o relatório ou documento pode ser encontrado (item 1.9, d);
- Se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho (KPIs) ESG, e quais são os indicadores materiais para o emissor (item 1.9, e);
- A consideração dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas e a indicação de quais ODS são materiais para o negócio do emissor (item 1.9, f);
- Se o relatório ou documento considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD) ou recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climática (item 1.9, g);
- Se o emissor realiza inventários de emissão de gases do efeito estufa, indicando, se for o caso, o escopo das emissões inventariadas na rede mundial de computadores onde informações adicionais podem ser encontradas (item 1.9, h);
- Oportunidades inseridas no plano de negócios do emissor relacionadas a questões ESG (item 2.10, d);
- Fatores de risco com potencial de influenciar a decisão de investimento, abarcando de forma apartada questões sociais, ambientais e climáticas (item 4.1, j, k e l);
- Informações sobre a composição do corpo dos órgãos de governança, considerando gênero, cor, raça ou qualquer outro atributo de diversidade (item 7.1, d);
- O papel dos órgãos de administração na avaliação, gerenciamento e supervisão dos riscos e oportunidades relacionados ao clima (item 7.1, d), o que tem implicação direta sobre a esfera de responsabilidade do corpo diretivo;
- Existência de canais internos de comunicação para que questões críticas relacionadas a temas e práticas ESG e de conformidade cheguem ao conhecimento do Conselho de Administração (item 7.2, c);
- Indicadores de desempenho levados em consideração no cálculo da remuneração dos membros dos órgãos de governança, incluindo os indicadores ligados a questões ESG (item 8.1, c).

O item 4.1. do Anexo X da Resolução CVM 59 determina que as empresas devem "*descrever os fatores de risco com efetivo potencial de influenciar a decisão de investimento*". Na nota 18, a norma esclarece que os riscos devem considerar tanto a "*perspectiva financeira, cuja ênfase recai no potencial impacto sobre o valor do emissor, quanto a perspectiva dos impactos externos causados pelo emissor, não apenas sobre investidores, mas também sobre terceiros como cidadãos, consumidores, empregados, comunidades*". A previsão, além de se afastar da perspectiva financeira tradicionalmente gerenciada pela CVM, é abrangente e não detalha quais são os impactos externos que devem ser considerados.

A determinação de divulgação de informações que considere os *impactos externos causados pelo emissor*, sem uma definição precisa, pode ser uma tentativa de satisfazer expectativas da sociedade e das partes interessadas — mas que não necessariamente guarda relação com a proteção dos investidores [\[6\]](#). Ao que tudo indica, a CVM parece estar se ajustando a uma prática já iniciada pelo mercado, mas que não necessariamente se coaduna com o seu propósito institucional.

As exigências relacionadas à divulgação de informações ESG têm sido cada vez mais frequentes e detalhadas — embora não haja um padrão ou uniformidade. Declarações de grandes gestores de fundos de investimento são vistas como catalisadores ainda mais potentes do que os órgãos reguladores para que as empresas se dediquem a divulgar aos investidores e à sociedade o seu compromisso com questões sociais e ambientais. Na última carta divulgada aos CEOs, o líder da BlackRock, gestora multinacional de investimentos, enfatizou o poder do "*capitalismo de stakeholders*" e a importância de aliar à busca por lucros a estratégias sustentáveis que considerem desde a saúde mental dos empregados às metas de descarbonização [\[7\]](#).

A mensagem que se pretende passar é clara: o critério de priorização de investimentos levará em consideração o compromisso público com as diretrizes ESG. A *divulgação* é um elemento chave: as empresas são compelidas a demonstrar publicamente a aderência à pauta. O *disclosure* supostamente espontâneo conta com grande pressão do mercado e é evidenciado em relatórios de sustentabilidade e em estratégias de marketing — muitas vezes não refletidas em medidas internas capazes de gerar um real impacto. Segundo a retrospectiva crítica do ex-BlackRock, Tariq Fancy, "parecia um pouco bizarro voar em um jato particular buscando identificar produtos de investimento de baixo carbono" [\[8\]](#).

Dentre as inúmeras suspeitas levantadas, o autor alerta para os riscos da falta de padronização e consequente confiabilidade das divulgações ESG. A utilização de conceitos amplos e metodologias distintas impede que investidores comparem as estratégias e os compromissos socioambientais assumidos, permite a divulgação seletiva de indicadores ESG e até mesmo a manipulação dos dados — o já anunciado *greenwashing* [\[9\]](#). De fato, sem uma mínima padronização de critérios, a comparação entre os melhores investimentos sob a perspectiva ambiental é inviabilizada. O ideal, então, seria o estabelecimento de critérios objetivos para a divulgação de informações sustentáveis por parte das organizações.

Porém, a solução encontra um óbice aparentemente intransponível: embora todas as empresas lidem com aspectos socioambientais em alguma escala, é evidente que os indicadores podem ser significativamente diferentes a depender, por exemplo, da atividade econômica, da localização geográfica e do tamanho da organização. Os riscos inerentes ao setor de energia, saúde, tecnologia e varejo, por exemplo, são muito distintos e é difícil imaginar um conjunto de métricas objetivas capazes de uniformizar as informações relevantes para todas as organizações.

Afora isso, ainda que sigam metodologias internacionalmente reconhecidas — como é o caso do GRI [\[10\]](#) ou dos standards recentemente divulgados pelo Banco Mundial em conjunto com as quatro grandes empresas de auditoria [\[11\]](#) —, os dados ESG divulgados em relatórios de sustentabilidade não têm como objetivo precípua a demonstração da saúde financeira dos ativos e a divulgação de informações mais precisas aos investidores. Aliás, embora louvável, o compromisso com a sustentabilidade não necessariamente reflete a performance financeira das empresas. Nesse ponto, há um risco de que a exigência de divulgação de informações pela CVM não traga os resultados anunciados e acabe desvirtuando a essência da autarquia que, como já dito, pode ser vista como instrumentos de formulação de políticas públicas.

A Resolução CVM 59 tem o potencial de endereçar pelo menos um dos problemas: permitir que os emissores *expliquem* por que não divulgam determinadas informações ou não adotam práticas que supostamente fomentam os padrões ESG. Ou seja, não há uma obrigação irrestrita e generalizada de divulgação de informações ou de adoção das rotinas de gestão sugeridas pela norma. As empresas podem — e devem — esclarecer que determinados indicadores não guardam pertinência com as atividades exercidas. Para um escritório de advocacia, por exemplo, pode fazer mais sentido assumir um compromisso com a diversidade do que estabelecer uma meta de descarbonização.

Embora não se possa prever como a norma será aplicada, o modelo proposto [\[12\]](#) permite que a CVM adote um viés bastante pragmático: reconhecendo as boas práticas relacionadas aos temas ESG e incentivando a transparência, sem descurar das diferentes realidades vivenciadas pelas organizações. A aplicação da norma jurídica passa a ser voltada aos resultados produzidos, tornando o direito "*mais próximo dos anseios e das necessidades do cidadão e da sociedade*" [\[13\]](#). Evita-se, com isso, a mera reprodução de informações e políticas internas sem qualquer serventia — o chamado *check-the-box*. A possibilidade de justificar a inaplicabilidade de determinados parâmetros abre um caminho para o diálogo público-privado e para o amadurecimento do tema, com o potencial de aprimoramento dos critérios de avaliação que serão utilizados pela autarquia.

A propósito, não se pode desconsiderar que a exigência de divulgação de indicadores socioambientais traz consigo uma contrapartida pública já bastante conhecida: a escassez de recursos. Ao prever novas exigências de divulgação por parte das empresas, a CVM deve estar preparada para garantir a conformidade das obrigações e a possibilidade de auditar — ainda que por amostragem — os dados fornecidos. O ideal é que a implementação de novas exigências acompanhe a capacidade de atuação do ente, por mais gradual que seja.

Assim, com o natural acúmulo de experiência, a CVM poderia divulgar novas orientações sobre indicadores ESG segmentadas por setores ou que levem em consideração o contexto e a estrutura das organizações. Reconhecer que não há condições de estabelecer critérios mais objetivos no momento atual não inviabiliza que as exigências sejam aprimoradas no futuro. A perspectiva pragmática sugere que o direito privilegie a realidade, levando em consideração as limitações inerentes ao determinado contexto.

Os desafios inerentes à adoção de critérios puramente objetivos não inviabilizam a existência de diretrizes mínimas, que viabilizem um mínimo de confiabilidade e potencial de comparação. O pragmatismo jurídico permite que o operador do direito escape de uma aparente encruzilhada: ou se estabelecem critérios objetivos para a aferição das métricas ESG ou as empresas devem ter liberalidade para divulgarem as informações da forma que melhor lhes aprouver.

A finalidade dos formulários de referência deve servir como norte para escapar dos extremos: as empresas devem ser compelidas a divulgar informações que assegurem a proteção dos investidores. Se uma informação é irrelevante para esse fim, ainda que possa ser socialmente interessante, a empresa não deve ser obrigada a arcar com os custos da coleta, processamento e divulgação dos dados – a menos que haja lei específica nesse sentido. Ou seja, se interpretada sob a perspectiva pragmática, a Resolução CVM 59 permite que as empresas divulguem informações orientadas ao interesse dos investidores, dentro dos parâmetros de razoabilidade.

[1] Nos termos do artigo 60 da Instrução CVM 480/2009, constitui infração grave *"a divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro"*.

[2] Cita-se, como exemplo, as informações referentes à governança corporativa, que podem ser encontrados em políticas já divulgadas pelas empresas e que não agregam valor aos formulários de referência.

[3] A Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu passou a ser aplicável a partir do exercício financeiro de 2017, nos termos do artigo 4º. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>.

[4] COMISSAO EUROPEIA. Disponível em: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_1145](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_1145).

[5] SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investor. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>.

[6] Conforme declarado pela própria autarquia, a CVM, nos termos da Lei n. 6.385/1976, "*surgiu com vistas ao desenvolvimento de uma economia fundamentada na livre iniciativa, e tendo por princípio básico defender os interesses do investidor, especialmente o acionista minoritário, e o mercado de valores mobiliários em geral*". Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais#:~:text=Ao%20eleger%20como%20objetivo%20b%C3%A1sico,dispers%C3%A3o%20da%20rend>

[7] Ao final da carta, o Executivo exorta a importância da divulgação de resultados e estratégias por parte das organizações: "*Como administradores do capital de nossos clientes, pedimos que as empresas demonstrem como elas assumirão sua responsabilidade com os acionistas, inclusive por meio de práticas e políticas ambientais, sociais e de governança sólidas*". Disponível em: <https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter>.

[8] FANCY, Tariq. The Secret Diary of a 'Sustainable Investor' — Part 1. Disponível em: <https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-1-70b6987fa139>.

[9] ROSE, Amanda. A response to calls for SEC-Mandate ESG disclosure Amanda M. Rose, A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure, 98 Wash. U. L. Rev. 1821 (2021). Disponível em: [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol98/iss6/10](https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol98/iss6/10).

[10] Disponível em: <https://www.globalreporting.org/>.

[11] Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2020/11/08/world-bank-releases-guide-for-sovereign-issuers-to-engage-with-investors-on-environmental-social-and-governance-esg-issues>.

[12] Comumente referenciado como "pratique ou explique".

[13] A importância da visão pragmática para o direito administrativo é detalhada pelo professor Gustavo Henrique Justino de Oliveira no ensaio que inaugura a presente coluna. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-mai-16/publico-pragmatico-coluna-direito-administrativo>.

## Date Created

26/06/2022