

É possível avançar nas metas ASG somente pela transparência?

Expectativas e desafios da nova regulamentação da CVM

Ana Frazão

Advogada. Professora de Direito Civil e Comercial da UnB. Ex-Conselheira do CADE.

No dia 20.07.2023, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários aprovou o chamado Anexo ASG – Ambiental, Social e Governança, documento que contém as medidas propostas pela B3 para aumentar a diversidade de gênero e de grupos sub-representados em altos cargos - de diretoria estatutária ou conselho de administração - das companhias listadas¹.

O objetivo da iniciativa é duplo: (i) incentivar, por meio da transparência, que as companhias elejam ao menos uma mulher e um membro dos grupos sub-representados - pessoas pretas, pardas ou indígenas, integrantes da comunidade LGBTQIA+ ou pessoas com deficiência – e (ii) atrelar a parte variável da remuneração de diretores e conselheiros ao cumprimento de metas ASG.

Tais objetivos são vistos no contexto maior de tornar mais transparentes as políticas de contratação das companhias listadas. No conjunto, a iniciativa busca criar incentivos para que as companhias se ajustem às metas propostas, embora não estejam obrigadas a tal. Entretanto, passam a ter o dever de declarar publicamente quando não o estejam fazendo, bem como apresentar as respectivas justificativas.

Com isso, institui-se o modelo “pratique-ou-explique” (*comply-or-explain*), baseado em regulação por indução ou incentivos que, como alternativa

¹ https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/cvm-aprova-medidas-propostas-pela-b3-para-aumentar-diversidade-em-diretoria-e-conselhos-de-administracao-de-empresas-listadas.htm

ao conhecido modelo comando-controle, pode gerar bons resultados sem tantos custos ou efeitos indesejáveis, além de reforçar a autonomia privada das companhias.

Longe de ser uma “jabuticaba”, a iniciativa da CVM segue tendência internacional já trilhada por vários países, tais como Reino Unido, Estados Unidos (*Nasdaq Stock Market*), Austrália, Hong Kong, Japão e Singapura. Embora a maior parte dos países tenha adotado a semelhante estrutura de “pratique-ou-explique”, há países que, como Singapura e Hong Kong, optaram por imputar, de forma cogente, as obrigações de inclusão e diversidade.

Além do referencial estrangeiro, é importante ressaltar que a iniciativa da CVM se justifica diante de uma dura realidade nacional: das 343 companhias listadas que entregaram seus formulários de referência até junho, 55% não tem nenhuma mulher entre os cargos de alta direção e 36% não têm participação feminina no conselho de administração.

Quando se considera o conjunto de dados sobre raça e etnias, o resultado é ainda mais desalentador: das 343 companhias listadas, 304 não têm nenhuma pessoa parda na diretoria e 310 não têm nenhuma pessoa parda no conselho. Se as estatísticas forem feitas a partir dos pretos, a situação piora: eles não ocupam cargos de diretoria estatutária em 336 companhias e não estão nos conselhos de 327.

Trata-se de grave cenário, seja do ponto de vista da inclusão, seja do ponto de vista da rentabilidade das companhias, diante de estudos que mostram a importância da diversidade para a melhor gestão, performance e resultado das companhias. De toda sorte, um dos objetivos prioritários desse tipo de medida é reduzir a assimetria informacional nas questões ASG, a fim de que investidores e consumidores possam orientar, de maneira informada, suas opções de investimentos e aquisição de produtos ou serviços.

Verdade seja dita que não se trata de objetivo fácil. A divulgação de informações não financeiras é repleta de desafios, a começar pela inexistência ou pouca disponibilidade de métricas viáveis ou confiáveis, pela dificuldade de se encontrar referências padronizadas (*one size fits all*) para os distintos perfis de companhias, pela excessiva subjetividade das informações e pelos riscos do que se chama de *green washing* ou *ethics washing*.

Não obstante todos esses riscos, artigo recente de Philipp Krueger e outros mostra resultados financeiros promissores decorrentes da divulgação das informações ASG². Foi essa a conclusão de pesquisa que envolveu 17.680 companhias ao redor de 65 países, aproveitando a experiência dos 35 países que introduziram regras de transparência sobre metas ASG no período de 2002 a 2022.

A ideia do estudo é a de mostrar que as obrigações de transparência em relação a metas ASG trazem efeitos positivos não apenas do ponto de vista social, mas também do ponto de vista econômico, gerando valor para as companhias a partir de parâmetros que podem ser mensurados. Nesse sentido, o resultado da pesquisa converge com pesquisas anteriores que já haviam chegado a conclusões semelhantes no caso da África do Sul e da Índia.

Apesar do otimismo das conclusões de Krueger e outros, é importante destacar as ressalvas e preocupações demonstradas pelos pesquisadores, a começar pelo fato de que as obrigações de transparência dependem do *enforcement* para que gerem os efeitos positivos pretendidos. Sob essa perspectiva, os autores concluíram que os efeitos benéficos são maiores diante de algumas condições específicas:

- quando as obrigações de transparência são implementadas por instituições governamentais – e não por entidades como as bolsas de valores;
- quando as obrigações são impostas coercitivamente (*full-compliance*) e não com base no “pratique-ou-explique” e
- quando há a complementação do *enforcement* formal com o *enforcement* informal, a partir dos valores e das normas sociais.

Nesse sentido, os autores mostram que as obrigações de transparência impostas por governos aumentam a liquidez das companhias em quase três vezes mais se implementada por governos do que por bolsas de valores. As melhoras são também 40% maiores nos países com *full-compliance*. De toda sorte, os próprios autores concordam que qualquer forma de transparência é melhor do que nada.

² Krueger, Philipp and Sautner, Zacharias and Tang, Dragon Yongjun and Zhong, Rui, The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World (January 27, 2023). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 754/2021, Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-44, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3832745> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832745>

Já no que diz respeito à proposta de atrelar a remuneração variável ao cumprimento das metas ASG, a iniciativa da CVM pretende criar incentivos para modificar a atual estrutura de remuneração de conselheiros e diretores, que, por estar normalmente vinculada apenas a resultados financeiros de curto prazo da companhia, acaba privilegiando o chamado *short-termism*, ou seja, o retorno a curto prazo para acionistas.

Ocorre que o *short-termism* pode ser atingido às custas de relevantes externalidades negativas e efeitos socialmente nefastos, assim como às custas do próprio comprometimento da rentabilidade a longo prazo da companhia. Não é raro que o *short-termism* crie incentivos perversos para fraudes, atos de corrupção, maquiagens contábeis e uma série de outras condutas ilícitas que já são documentadas há bastante tempo³.

Daí a importância dos incentivos para que se modifique a própria estrutura de remuneração, sem o que dificilmente haverá mudança substancial na gestão das companhias. Enquanto houver um desalinhamento entre as expectativas de retorno financeiro da companhia e dos administradores e o cumprimento de metas ASG, estas tendem a deixar de ser prioridade.

Por todos os aspectos observados, é promissora a iniciativa da CVM, naquilo em que busca incentivar, por meio da transparência, maior diversidade na gestão as companhias e maior comprometimento com as metas ASG, inclusive por meio de retornos financeiros aos próprios administradores.

Entretanto, é fundamental entender que ainda há um longo caminho a ser percorrido para que tais normas possam ter a eficácia pretendida, o que certamente dependerá também do *enforcement* informal. Sob esse aspecto, a iniciativa da CVM pode ser um bom estudo de caso para mapearmos a eficácia de propostas regulatórias baseadas em incentivos e para verificarmos qual será o papel tanto do *enforcement* formal como do *enforcement* informal para tais propósitos.

Será também um teste para o capitalismo brasileiro, que apresenta algumas características que podem fazer com que tais incentivos não sejam suficientes para gerar mais inclusão e mais comprometimento da gestão com as metas ASG.

³ <https://www.conjur.com.br/2017-jul-13/ana-frazae-relacoes-entre-corrupcao-gestao-companhias>

De toda sorte, não se pode negar que se trata de passo importante, cujos próximos desdobramentos precisam ser observados com toda atenção e cuidado pelo regulador, pela academia, pelo mercado e por todos os atores responsáveis pelo *enforcement* informal.

Publicado em 26/07/2023

Link: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/e-possivel-avancar-nas-metas-esg-somente-pela-transparencia-26072023>