

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

**A Promessa ESG na Resolução 59 da CVM:
O Mercado Brasileiro É Capaz de Cumprir-la?**

Natália Villas Bôas Zanelatto

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.
Orientadora Prof. Dra. Mariana Souza Pargendler

Versão de 07/10/2022

1. Tema, contexto e modelo de pesquisa predominante

A questão central deste estudo é: as companhias do mercado brasileiro são capazes de perseguir os aspectos ambientais, sociais e de governança exigidos pela Resolução 59 da CVM?

Esta provocação se insere no debate mais amplo da internalização pelas sociedades empresárias dos interesses de stakeholders para além dos próprios acionistas que, embora não seja novo, segue muito atual e sem respostas conclusivas. Ao se analisar tal internalização, toca-se diretamente no propósito das empresas, isto é, se devem ser orientadas para outros fins além do clássico objetivo de maximização de resultados aos seus acionistas.

O capitalismo, como sistema econômico prevalecente no Ocidente, não tem apresentado resultados satisfatórios na redução da desigualdade global. A concentração de riqueza e de renda cresceu entre 1820 e 1910 e, apesar de variações no intervalo entre 1910 e 2020, a desigualdade em 2020 é comparável àquela já bastante elevada de 1910, apontando para a estagnação global do problema¹. Tal constatação, somada aos sinais da grave crise climática que se anuncia², confirma a necessidade de alterações estruturais no modelo posto.

¹ O Relatório Global da Desigualdade é claro neste aspecto: *“The first striking finding is that the level of global income inequality has always been great. The global top 10% income share oscillated around 50-60% of total income between 1820 and 2020, while the bottom 50% share has generally remained around 5-15%. This corresponds approximately to the level of inequality that we currently observe in the most unequal countries in the world, such as South Africa, Brazil, Mexico and the United Arab Emirates (see Chapter 1). In brief: in terms of inequality and concentration of resources and economic power, the world today is and has long been like a giant South Africa (...). Whatever the indicator consulted, a global inequality peak was reached twice, first around 1910 and then in 1980-2000, and most of the decline in global inequality took place after the 2008 financial crisis. In all cases, global indicators indicate very high inequality levels in 2020 (close to those observed around 1900-1910, and substantially larger than those observed in 1820)”*. CHANCEL, L., PIKETTY, T., SAEZ, E., ZUCMAN, G. et al. **World Inequality Report 2022**, World Inequality Lab. Disponível em <https://wir2022.wid.world>, p. 54-55.

² O Sumário para Políticas Públicas do Sexto Relatório de Verificação do Painel Intergovernamental sobre Mudanças no Clima (IPCC) anuncia os riscos das mudanças climáticas no curto prazo (2021 a 2040): *“Global warming, reaching 1.5°C in the near-term, would cause unavoidable increases in multiple climate hazards and present multiple risks to ecosystems and humans (very high confidence). The level of risk will depend on concurrent near-term trends in vulnerability, exposure, level of socioeconomic development and*

Ainda que a busca de soluções passe por políticas públicas e pela regulamentação da economia, é de extrema relevância a participação neste processo dos agentes privados que, ao fim e ao cabo, sustentam e conformam o sistema econômico vigente³.

Diante desse cenário, os movimentos de regulação e de autorregulação dos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (referidos neste trabalho pela sigla “ASG”, dada a opção de acrônimo feita pela Comissão de Valores Mobiliários) têm sido bastante ativos e muita confiança é depositada no seu sucesso. No entanto, os tímidos resultados obtidos até o presente momento requerem um olhar cauteloso. Considerando os valores em jogo, não se pode correr o risco de “cair” na “promessa ilusória” do stakeholderismo.⁴

A despeito do ceticismo empregado por determinados pesquisadores, o movimento ASG global, ou “*stakeholder capitalism*”, vem assumindo franca marcha regulatória, tendo no Brasil a CVM emitido a Resolução CVM 59, vigente a partir de janeiro de 2023 (e aplicável à divulgação das informações relativas ao exercício social que se encerra em 31 de dezembro de 2022), obrigando as companhias listadas a revelarem como vêm tratando os interesses ASG lá listados. Assim, o propósito deste trabalho passa por analisar como as companhias brasileiras se comportaram em face de tal nova regulação.

Para a análise do tema, pretende-se aplicar um modelo de pesquisa de resolução de problema, direcionando a análise à forma como os administradores das companhias listadas no Brasil têm declarado internalizar os interesses ASG, tendo em vista a

adaptation (high confidence). Near-term actions that limit global warming to close to 1.5°C would substantially reduce projected losses and damages related to climate change in human systems and ecosystems, compared to higher warming levels, but cannot eliminate them all (very high confidence)”. IPCC, 2022: Summary for Policymakers [H.-O. Pörtner, D.C. Roberts, E.S. Poloczanska, K. Mintenbeck, M. Tignor, A. Alegría, M. Craig, S. Langsdorf, S. Lösche, V. Möller, A. Okem (eds.)]. In: Climate Change 2022: Impacts, Adaptation, and Vulnerability. Contribution of Working Group II to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [H.-O. Pörtner, D.C. Roberts, M. Tignor, E.S. Poloczanska, K. Mintenbeck, A. Alegría, M. Craig, S. Langsdorf, S. Lösche, V. Möller, A. Okem, B. Rama (eds.)]. Cambridge University Press, Cambridge, UK and New York, NY, USA, pp. 3-33, doi:10.1017/9781009325844.001.

³ Referindo ainda o Relatório Global da Desigualdade, que demonstra a queda no patrimônio e poder econômico dos governos, em contraste ao crescimento dos recursos acumulados pelo setor privado, e as consequências naturais desta tendência: “*Over the past 40 years, countries have become significantly richer, but their governments have become significantly poorer. The share of wealth held by public actors is close to zero or negative in rich countries, meaning that the totality of wealth is in private hands (Figure 8). This trend has been magnified by the Covid crisis, during which governments borrowed the equivalent of 10-20% of GDP, essentially from the private sector. The currently low wealth of governments has important implications for state capacities to tackle inequality in the future, as well as the key challenges of the 21st century such as climate change*”. “*Today, with either small or negative net public wealth, rich countries’ governments are constrained when they want to intervene in the economy, redistribute income and mitigate growing inequality*”. CHANCEL, L., PIKETTY, T., SAEZ, E., ZUCMAN, G. et al. **World Inequality Report 2022**, World Inequality Lab. Disponível em <https://wir2022.wid.world>, p. 15 e 76.

⁴ Tal termo, cunhado pelos professores Lucian Bebchuk e Roberto Tallarita, alude aos estudos desenvolvidos por eles no Programa de Governança Corporativa de Harvard sobre “*stakeholder capitalism*”, isto é, a visão de que os administradores das companhias devem considerar o bem-estar dos stakeholders ao tomarem decisões corporativas, não se limitando à defesa dos interesses dos acionistas. O sufixo “ismo” empregado, com conotação negativa, foi proposital para criticar o modelo e promover um debate sobre os riscos da alta discricionariedade conferida aos administradores no sopesamento de diversos interesses e na falta de incentivos adequados para que estes protejam os stakeholders. Nesta linha, os autores conduziram uma análise conceitual, econômica e empírica e das consequências esperadas do stakeholderismo, concluindo que esta noção deveria ser rejeitada, incluindo por aqueles que se preocupam com os stakeholders. BEBCHUK, Lucian A., and TALLARITA, Roberto. **The Illusory Promise of Stakeholder Governance**. Cornell Law Review, December 2020. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978

Resolução CVM 59. Nesta linha, buscar-se-á diagnosticar quais serão as mudanças implementadas nos Formulários de Referência das companhias de 2023 para contemplar as novas exigências impostas pela CVM, em comparação aos Formulários de Referência emitidos em maio de 2022.

No que concerne tais exigências, o item 1.9 do Anexo C da Resolução CVM 59 requer que as companhias listadas esclareçam nos seus Formulários de Referência se divulgam em um relatório anual ou documento específico informações ASG do seu negócio, bem como a metodologia ou padrão seguidos na elaboração desse relatório ou documento. Além disso, devem ser apontados pela companhia a matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho ASG, e quais indicadores materiais foram considerados. Adiciona-se à lista de informações a serem reveladas (i) a existência de auditoria ou revisão de tais informações ASG; (ii) os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas considerados para tal fim; (iii) a adoção das recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD); (iv) os inventários de emissão de gases do efeito estufa elaborados pela companhia; e (v) a página de internet onde tais informações estão disponíveis devem ser informados.

Assim, seguindo o princípio “*comply or explain*”, as companhias deverão justificar nos seus relatórios de referência caso (i) não divulguem as informações ASG; (ii) não adotem uma matriz de materialidade ou indicadores-chave de desempenho ASG; (iii) não realizem auditoria ou revisão sobre as informações ASG divulgadas; (iv) não considerem os ODS ou não adotem as recomendações relacionadas a questões climáticas, emanadas pela TCFD ou outras entidades reconhecidas, nas informações ASG divulgadas; ou (v) não realizem inventários de emissão de gases do efeito estufa.

Note-se que a Resolução CVM 59 não se limita a tratar de aspectos ASG no item 1.9 do Anexo C, mas requer também no item 7.1 que a companhia divulgue a composição dos seus órgãos de administração e conselho fiscal, tendo em vista a identidade autodeclarada de gênero, cor ou raça de seus membros, e outros atributos de diversidade que entenda relevantes, bem como os objetivos que a companhia possui em relação à diversidade. O aspecto da diversidade é igualmente considerado nas informações a serem reveladas sobre os empregados da companhia, tratando não apenas dados de gênero e cor, mas também faixa etária (item 10.1).

Além do acima exposto, a Resolução CVM 59 requer que os aspectos ASG da companhia sejam considerados pelo Conselho de Administração em novas oportunidades no plano de negócios (item 2.10 ‘d’) e nos canais de denúncia anônima, (item 7.2 ‘c’).

Outra inovação relevante diz respeito ao tema da remuneração dos administradores, já que a companhia passa a ser obrigada a informar os principais indicadores de desempenho considerados para composição da remuneração, inclusive, se for o caso, indicadores ligados a questões ASG e o alinhamento desta aos objetivos de curto, médio e longo prazo da companhia (item 8.1 ‘c’).

De modo a afunilar o objeto de pesquisa e apresentar um elemento de novidade relevante, a questão central será analisada em vista dos Formulários de Referência emitidos pelas vinte companhias de maior valor de mercado listadas na B3, considerando para tal seleção a data de 31 maio de 2023, quando serão emitidos os

Formulários de Referência em relação ao exercício social de 2022. A escolha das vinte maiores companhias justifica-se na medida em que estas representarão recorte substancial do mercado brasileiro, cujas potenciais externalidades das políticas ASG acarretarão impacto relevante nos seus stakeholders.

Assim, as perguntas que se pretende fazer a tais documentos são:

- (i) a companhia em questão divulga as informações ASG exigidas pela Resolução CVM 59 em relatório ou documento específico?
- (ii) é adotada uma matriz de materialidade ou indicadores-chave de desempenho ASG?
- (iii) é realizada auditoria ou revisão sobre as informações ASG divulgadas?
- (iv) são considerados os ODS e adotadas as recomendações relacionadas a questões climáticas, emanadas pela TCFD ou outras entidades reconhecidas, nas informações ASG divulgadas?
- (v) são realizados inventários de emissão de gases do efeito estufa?
- (vi) quais exigências relacionadas a aspectos ASG foram cumpridas e quais foram descumpridas?
- (vii) quais foram os motivos apresentados para o descumprimento?
- (viii) os órgãos de administração e a composição dos empregados possuem paridade de gênero, cor e outros aspectos de diversidade, ou existe um plano da companhia para alcançar tal paridade?
- (ix) os aspectos ASG da companhia são considerados pelo Conselho de Administração em novas oportunidades no plano de negócios e nos canais de denúncia anônima?
- (x) a remuneração dos administradores é composta por metas de desempenho da companhia atreladas a aspectos ASG?
- (xi) houve alguma alteração em relação às informações prestadas no formulário de referência do ano anterior da companhia que indique ter havido uma mudança de comportamento em relação aos aspectos ASG revelados?
- (xii) o Formulário de Referência 2023 foi alterado para contemplar as obrigações ASG que a companhia declarou cumprir em relação ao Formulário de Referência 2022?
- (xiii) qual é a razão entre (i) a maior remuneração individual da companhia, incluindo administradores estatutários, se for o caso; e (ii) a mediana da remuneração individual dos empregados da companhia?

A análise das respostas buscará revelar se houve efetivamente mudanças nos primeiros Relatórios de Referência emitidos após a entrada em vigor da Resolução CVM 59. A partir destes achados, será possível comparar os resultados entre as companhias selecionadas, de forma a observar quais foram as que se preocuparam em atender às exigências da Resolução e declararam alterar as suas práticas neste sentido, e as que não o fizeram, propondo motivos para tal opção (possivelmente relacionados aos segmentos e índices de governança que buscam atender). Ainda quanto ao comportamento das companhias, será possível constatar semelhanças e distinções nas respostas, notadamente aquelas que buscam justificar o descumprimento dos aspectos ASG. Além disso, pretende-se verificar se há correlação entre o cumprimento dos aspectos ASG propostos e as metas de remuneração dos administradores. Adicionalmente, seguindo

uma linha propositiva, pode-se identificar quais seriam as boas práticas a serem adotadas pelas companhias em atendimento à Resolução CVM 59. Por fim, busca-se testar a hipótese de que a Resolução CVM 59 é um instrumento regulatório capaz de promover no mercado brasileiro avanços na proteção dos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa a que se propõe.

A pesquisa ora proposta parte de um pressuposto básico: os Formulários de Referência apresentados aos investidores pelas companhias são instrumentos que requerem transparência na revelação das informações de que se pode precisar para tomar uma decisão de investimento, nos termos da Instrução CVM 480/09, e, neste sentido, representam fielmente as suas práticas. Assim, ainda que a análise proposta diga respeito apenas a documentos e não verifique se as práticas declaradas são efetivamente implementadas, é razoável pressupor que o são.

De toda forma, é válido limitar as expectativas em relação às conclusões a que se propõe este trabalho. Não será possível analisar o comportamento de todas as companhias do mercado brasileiro diante da Resolução CVM 59, de forma que o recorte apresentará apenas os achados das vinte companhias de maior valor de mercado. Além disso, a própria Resolução CVM 59 é limitada nos seus objetivos, tendo dado enfoque apenas aos aspectos ASG acima referidos. Ademais, serão a princípio analisados apenas os documentos que constituem os Relatórios de Referência das companhias, de forma que informações reveladas em outros documentos como os estatutos sociais, ou documentos emitidos para fins de relacionamento com investidores não serão considerados.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Contextualização fática

[Q1] – As sociedades empresárias têm feito compromissos voluntários de proteção de seus stakeholders, e novas normativas surgem como resposta aos anseios sociais de obrigar as empresas a atender interesses ambientais, sociais e de governança corporativa. Tal expectativa se torna sobremaneira relevante ao se observar o poderio econômico desempenhado por determinadas empresas, que não apenas se revelam maiores do que o poder estatal em alguns casos, mas são capazes de moldar políticas públicas e de revolucionar as formas de convívio social e tratamento dos recursos ambientais.

Referencial teórico-normativo

[Q2] – A aplicação da legislação empresarial para proteção de interesses externos à companhia não é novidade. O institucionalismo de Walter Rathenau, propondo uma visão centrada no benefício social do papel da sociedade empresária foi uma das primeiras formas de superação da maximização de resultados como único fim empresarial. Outras proteções históricas incluem a exigência de um benefício público para autorizar a constituição de uma empresa, além de normas destinadas à mitigação de monopólios e proteção dos consumidores. Mais recentemente, na LSA, teve-se o reconhecimento dos deveres e responsabilidades do acionista controlador perante os

acionistas minoritários, os seus empregados e a comunidade onde a empresa atua (art. 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades Anônimas).

[F2.1] LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)** / Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira, Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

[F2.2] COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

[F2.3] ALBERT, Michel. **Capitalisme contre Capitalisme**. Paris: Éditions du Seuil, 1991.

[F2.4] ARMOUR, John; ENRIQUES, Luca *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach**. 3^a ed. Oxford University Press, 2017.

[Q3] – Novo movimento de internalização emergiu recentemente, espalhado em legislações que atribuem às empresas a responsabilidade de atender a interesses que lhe são externos, como o (i) *UK Companies Act 2006* do Reino Unido, que obriga os diretores a considerar os interesses dos empregados, parceiros, consumidores, comunidade e meio ambiente na tomada de decisões, (ii) o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que em 2010 reformou o mercado financeiro norte-americano pós-crise de 2008 para evitar que um tal novo evento ocorresse, além de incluir disposições sobre a revelação de minerais oriundos de zonas de conflito da República Democrática do Congo e a razão entre a remuneração dos CEOs e a remuneração média dos empregados; (iii) o Código de Comércio Francês, reformado em 2014 para conferir aos empregados o direito de preferência em caso de cessão do fundo de comércio; (iv) a Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, que obriga certas grandes empresas a divulgar a sua política e performance em relação a aspectos ambientais, sociais, empregatícios, respeito por direitos humanos, anticorrupção e suborno, além da observância de diversidade entre os indivíduos que a integram; (v) e outras fontes de autorregulação e *soft law*, como os Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos, de 2011, o *New Statement on the Corporate Purpose* emitido em 2019 pelo *Business Roundtable* e o Manifesto de Davos de 2020 emitido Fórum Econômico Mundial.

[F3.1] *UK Companies Act*, de 2006.

[F3.2] *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.

[F3.3] *Code de commerce Français*, alterado pela Lei n° 2014-856, de 31 de julho de 2014.

[F3.4] Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho.

[F3.5] Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos, de 2011

[F3.6] *New Statement on the Corporate Purpose* emitido em 2019 pelo *Business Roundtable*.

[F3.7] Manifesto de Davos de 2020 emitido Fórum Econômico Mundial.

[Q4] – Mais recentemente, no Brasil, o movimento de autorregulamentação para a proteção dos stakeholders alcançou novos patamares, tendo a B3 feito o seu questionário do ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central definiram as normas ASG para divulgação pelo sistema

financeiro, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Resolução CVM 59, por meio da qual as companhias listadas passarão a informar em seus formulários de referência informações detalhadas sobre os seus aspectos de ASG, devendo justificar quando não as cumprirem ou divulgarem adequadamente. Tal movimento da CVM foi realizado em consonância com o seu papel ativista em implementar práticas de governança corporativa no mercado brasileiro.

[F4.1] Novo questionário ISE da B3.

[F4.2] Normas ASG de divulgação pelo sistema financeiro, emitidas pelo CMN e pelo BACEN.

[F4.3] Resolução CVM 59.

[F4.4] A Agenda ASG e o Mercado de Capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). CVM, maio de 2022.

[F4.5] PARGENDLER, Mariana. **Corporate governance in EMERGING markets** (March 30, 2014). Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds.), Forthcoming, FGV Direito SP Research Paper Series No.17, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2417994>.

[Q5] - A conciliação da proteção de atores e bens jurídicos externos à companhia com os interesses dos acionistas, referida para os fins deste trabalho como *stakeholderismo*, foi objeto do famoso debate público em 1932 entre Adolf A. Berle, Jr., e E. Merrick Dodd, Jr., em que os autores propunham visões opostas do dever de fidúcia dos administradores. Berle propunha que os administradores respondiam apenas para os acionistas, rebatido por Dodd que argumentava que eles eram responsáveis também perante a comunidade em que atuam. O stakeholderismo também foi alvo de ceticismo no final da década de noventa pelo Professor Fabio Konder Comparato e, mais recentemente, no trabalho dos professores Lucian A. Bebchuk e Roberto Tallarita.

[F5.1] BERLE, A. A. **Corporate Powers as Powers in Trust**. Harvard Law Review, vol. 44, no. 7, 1931, pp. 1049–74. JSTOR, Disponível em <https://doi.org/10.2307/1331341>.

[F5.2] DODD, E. Merrick. **For Whom Are Corporate Managers Trustees?** Harvard Law Review, vol. 45, no. 7, 1932, pp. 1145–63. Disponível em <https://doi.org/10.2307/1331697>.

[F5.3] COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, Empresa e Função Social**. Revista dos Tribunais, v. 732, 1996.

[F5.4] BEBCHUK, Lucian A., and TALLARITA, Roberto. **The Illusory Promise of Stakeholder Governance**. Cornell Law Review, December 2020. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978.

[F5.5] BEBCHUK, Lucian A. and TALLARITA, Roberto. **Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?** (August 4, 2021). Forthcoming, Vanderbilt Law Review, Volume 75 (2022). Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3899421>.

[F5.6] BEBCHUK, Lucian A. and KASTIEL, Kobi and TALLARITA, Roberto. **For Whom Corporate Leaders Bargain** (August 19, 2020). Southern California Law Review, Volume 94, No. 6, pp. 1467-1560, 2021. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3677155>.

[Q6] – A despeito das críticas ao stakeholderismo, deve-se ter em conta os efeitos deletérios da condução das companhias visando exclusivamente a maximização de valor aos acionistas, sobretudo após o experimentado em relação às instituições financeiras na crise de 2008. É essencial considerar os potenciais ganhos de inclusão que se pode obter a partir da internalização de interesses externos à empresa, conforme se observa dos apontamentos da Professora Mariana Pargendler. No entanto, deve-se ter em conta uma análise específica quanto a tais efeitos em cada contexto, sem generalizações sobre as consequências de medidas de governança corporativa, que acarretam resultados distintos conforme as circunstâncias societárias.

[F6.1] SALOMÃO FILHO, Calixto. **Inclusion Gains in Markets for Scarce Products**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3386817>.

[F6.2] OSTROM, Elinor. **Beyond Markets and States: Polycentric Governance od Complex Economic Systems**. Price Lecture of Economy Nobel, December 8, 2009.

[F6.3] SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

[F6.4] PARGENDLER, Mariana. **Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs** (November 12, 2019). 45 *Journal of Corporation Law* (2020, Forthcoming), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 483/2019, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3474555>.

Abordagem analítica

[Q7] – Análise dos Formulários de Referência emitidos em maio de 2023 das vinte companhias de maior valor de mercado listadas na B3, observando como estas declararam tratar os aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa requeridos pela Resolução CVM 59, em comparação aos Formulários de Referência emitidos em maio de 2022 por estas mesmas companhias.

[F7.1] Websites de relações com investidores de referidas companhias.

[F7.2] Website da B3.

Recomendações finais

[Q9] – A partir da análise dos Relatórios de Referência emitidos sob a vigência da Resolução CVM 59, será possível comparar os resultados entre as companhias selecionadas, de forma a observar quais foram as que se preocuparam em atender às exigências da Resolução e declararam alterar as suas práticas neste sentido, e as que não o fizeram, propondo potenciais justificativas para tal comportamento (possivelmente relacionados aos segmentos e índices de governança que buscam atender). Ainda quanto ao comportamento das companhias, espera-se apontar semelhanças e distinções nas respostas, notadamente entre aquelas que buscam justificar o descumprimento dos aspectos ASG. Além disso, pretende-se verificar se existe correlação entre o cumprimento dos aspectos ASG propostos e as metas e remuneração dos administradores. Adicionalmente, seguindo uma linha propositiva, pode-se identificar quais seriam as boas práticas a serem adotadas pelas companhias em atendimento à Resolução CVM 59. Por fim, busca-se testar a hipótese de que a Resolução CVM 59 é um

instrumento regulatório capaz de promover no mercado brasileiro avanços na proteção dos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa a que se propõe.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A relevância do trabalho se dá na medida em que permitirá uma análise das declarações das companhias brasileiras de maior valor de mercado em relação à proteção dos aspectos ASG requeridos na Resolução CVM 59. Tal exame crítico viabilizará conclusões sobre o nível de atenção conferido pelas companhias, as diferenças entre as proteções empregadas, a correlação entre metas atreladas à remuneração dos diretores e maior ou menor cuidado com ASG, e recomendações de boas práticas no cumprimento da Resolução CVM 59. Assim, este trabalho se destina àqueles que estudam os temas relacionados a aspectos ASG e ao propósito das empresas e àqueles que analisam as companhias listadas sob a nova normativa emitida pela CVM.

O componente de inovação se faz presente já que não se conhece um trabalho em curso atualmente que pretenda aplicar esta metodologia de análise dos documentos das companhias de maior valor de mercado listadas na B3, e a utilidade prática na possibilidade de consulta por pesquisadores e analistas que busquem conhecer como tais companhias declaram o seu cumprimento de aspectos ASG.

Assim, a pesquisa poderá permitir uma comparação entre as companhias brasileiras, bem como entre elas e companhias listadas em outras bolsas de valores do mundo, no que toca o cumprimento de aspectos ASG e a proteção de stakeholders.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

A pesquisadora do presente trabalho é advogada corporativa em um escritório *full service* baseado no Sul do Brasil e atuou em temas ambientais relacionados a ASG pontualmente, notadamente relacionados à remoção de carbono da atmosfera com uso de reflorestamento de pastagens e áreas degradadas. De outro lado, tendo em vista a sua atuação focada em temas societários, a pesquisadora trabalha hodiernamente com temas de governança, incluindo conflitos de interesse entre acionistas e diretores, relações entre acionistas controladores e minoritários.

Ao considerar de forma rígida as respostas indicadas nos Relatórios de Referência, a pesquisadora possui interesse em verificar se a Resolução CVM 59 é um instrumento que poderá promover a proteção de aspectos ASG pelo mercado brasileiro, de forma que tais companhias persigam outros fins que não apenas a maximização dos resultados dos seus acionistas.

5. Bibliografia preliminar

ALBERT, Michel. **Capitalisme contre Capitalisme**. Paris: Éditions du Seuil, 1991.

ARMOUR, John; ENRIQUES, Luca *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach**. 3^a ed. Oxford University Press, 2017.

BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi e TALLARITA, Roberto. **For Whom Corporate Leaders Bargain.** Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3677155.

BEBCHUK, Lucian A., and TALLARITA, Roberto. **The Illusory Promise of Stakeholder Governance.** Cornell Law Review, December 2020. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978.

BEBCHUK, Lucian A. and TALLARITA, Roberto. **Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?** (August 4, 2021). Forthcoming, Vanderbilt Law Review, Volume 75 (2022). Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3899421>.

BERLE, A. A. **Corporate Powers as Powers in Trust.** Harvard Law Review, vol. 44, no. 7, 1931, pp. 1049–74. JSTOR, Disponível em <https://doi.org/10.2307/1331341>.

CHANCEL, L., PIKETTY, T., SAEZ, E., ZUCMAN, G. et al. **World Inequality Report 2022,** World Inequality Lab. Disponível em <https://wir2022.wid.world>.

COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, Empresa e Função Social.** Revista dos Tribunais, v. 732, 1996.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 6 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

Comissão de Valores Mobiliários. A Agenda ASG e o Mercado de Capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). CVM, maio de 2022.

DAVIES, Paul. **The UK Stewardship Code 2010-2020 from Saving the Company to Saving the Planet?** (March 12, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 506/2020. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3553493>.

DODD, E. Merrick. **For Whom Are Corporate Managers Trustees?** Harvard Law Review, vol. 45, no. 7, 1932, pp. 1145–63. Disponível em <https://doi.org/10.2307/1331697>.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalism and Freedom.** Chicago: The University of Chicago Press, 1962.

GOUVÊA, Carlos Pagano Botana Portugal; GÄRNER, Bruna Magalhães; GUERRA, João Paulo Braune. **Governança corporativa e direitos humanos: uma análise empírica no novo mercado.** Homa Publica - Revista Internacional de Direitos Humanos e Empresas, v. 3, n. 2, p. e:052, 21 dez. 2019.

GOUVÊA, Carlos Portugal. **Análise dos Custos da Desigualdade: Efeitos Institucionais do Círculo Vicioso de Desigualdade e Corrupção**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

GRAU, Eros. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 17ª ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

IPCC, 2022: **Summary for Policymakers** [H.-O. Pörtner, D.C. Roberts, E.S. Poloczanska, K. Mintenbeck, M. Tignor, A. Alegría, M. Craig, S. Langsdorf, S. Löschke, V. Möller, A. Okem (eds.)]. In: *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation, and Vulnerability. Contribution of Working Group II to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* [H.-O. Pörtner, D.C. Roberts, M. Tignor, E.S. Poloczanska, K. Mintenbeck, A. Alegría, M. Craig, S. Langsdorf, S. Löschke, V. Möller, A. Okem, B. Rama (eds.)]. Cambridge University Press, Cambridge, UK and New York, NY, USA, pp. 3-33, doi:10.1017/9781009325844.001.

LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)** / Alfredo Lamy Filho , José Luiz Bulhões Pedreira, Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

MYRDAL, Gunnar. **Asian Drama - an Inquiry into the Poverty of Nations**. Vol. III. New York: Random House, 1968.

OSTROM, Elinor. **Beyond Markets and States: Polycentric Governance od Complex Economic Systems**. Price Lecture of Economy Nobel, December 8, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A Legal Theory of Economic Power: Implications for Social and Economic Development**. Cheltenham: Edward Elgar, 2011.

_____. **Inclusion Gains in Markets for Scarce Products** (May 11, 2019). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3386817>.

_____. **Monopolies and Underdevelopment: From Colonial Past to Global Reality**. Cheltenham: Edward Elgar, 2015.

_____. Monopólio Colonial e Subdesenvolvimento. In: BENEVIDES, Maria Victoria de; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudinei de. **Direitos Humanos, Democracia e República**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. **O Novo Direito Societário**. Eficácia e Sustentabilidade. 5 ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

_____. **Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

_____. Regulação, Desenvolvimento e Meio ambiente. ____ (Org.). **Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas**. São Paulo: Malheiros, 2012.

_____. Regulamentação da atividade empresarial para o desenvolvimento. In **REB. Revista de Estudios Brasileños**. Segundo Semestre 2014, vol. 1, n. 1.

_____. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

PARGENDLER, Mariana. **Corporate governance in emerging markets** (March 30, 2014). Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds.), Forthcoming, FGV Direito SP Research Paper Series No. 17. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2417994>.

PARGENDLER, Mariana. **Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs** (November 12, 2019). 45 *Journal of Corporation Law* (2020, Forthcoming), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 483/2019, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3474555>.

PARKINSON, John. E. **Corporate power and responsibility: Issues in the theory of company law**. Oxford: Clarendon, 2000.

SEGRESTIN, Blanche. **When innovation implied corporate reform: A historical perspective through the writings of Walther Rathenau**. *Gérer et Comprendre. Annales des Mines, Les Annales des Mines*, 2017.

STOUT, Lynn A. **The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public**. São Francisco: Berrett-Koehler Publishers, Inc, 2012.

WEINER, Joseph L. **The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation**. *Columbia Law Review*, vol. 64, no. 8, 1964, pp. 1458-67. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/1120768>.

WORLD ECONOMIC FORUM and Deloitte, EY, KPMG and PwC. **Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation**. White Paper: September 2020.

