



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO ACADÊMICO EM DIREITO

LEON SIMÕES DE MELLO

**O DEVER DE INFORMAÇÃO E DE TRANSPARÊNCIA NO MERCADO DE
CAPITAIS E O MEIO AMBIENTE: REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO
DISCLOSURE AMBIENTAL NO BRASIL**

FORTALEZA

2022

LEON SIMÕES DE MELLO

O DEVER DE INFORMAÇÃO E DE TRANSPARÊNCIA NO MERCADO DE
CAPITAIS E O MEIO AMBIENTE: REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO
DISCLOSURE AMBIENTAL NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Ceará como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Direito. Área de Concentração: Constituição, Sociedade e Pensamento Jurídico.

Orientador: Prof. Dr. João Luis Nogueira Matias.

FORTALEZA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

M479d Mello, Leon Simões de.

O dever de informação e de transparência no mercado de capitais e o meio ambiente :
regulação e autorregulação do disclosure ambiental no Brasil / Leon Simões de Mello. –
2022.

170 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Direito,
Programa de Pós-Graduação em Direito, Fortaleza, 2022.

Orientação: Prof. Dr. João Luis Nogueira Matias.

1. disclosure ambiental. 2. mercado de capitais. 3. transparência. 4. proteção ambiental.
5. CVM. I. Título.

CDD 340

LEON SIMÕES DE MELLO

O DEVER DE INFORMAÇÃO E DE TRANSPARÊNCIA NO MERCADO DE
CAPITAIS E O MEIO AMBIENTE: REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO
DISCLOSURE AMBIENTAL NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Ceará como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Direito. Área de Concentração: Constituição, Sociedade e Pensamento Jurídico.

Aprovada em __/__/__

BANCA EXAMINADORA

Professor Doutor João Luis Nogueira Matias (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Professora Doutora Uinie Caminha
Universidade de Fortaleza (Unifor)

Professor Doutor Mário André Machado Cabral
Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7)

Professor Doutor André Grünspun Pitta

A Deus, toda honra e toda glória, agora e para sempre.

À minha esposa amada, Lara.

Aos meus queridos pais, Jairo e Leda.

AGRADECIMENTOS

A Deus, primeiramente, por todas as bênçãos e dádivas concedidas a mim e à minha família.

À minha amada esposa, Lara, por todo o apoio sempre concedido.

Aos meus queridos pais, Jairo e Leda, fundamentos essenciais da minha vida.

Aos meus irmãos, Davi e Levi, pela amizade e companheirismo.

Ao Professor Doutor João Luis Nogueira Matias, pela aceitação na orientação do trabalho e pelo suporte na escolha e condução da pesquisa.

À Professora Doutora Uinie Caminha, ao Professor Doutor Mário André Machado Cabral e ao Professor André Grünspun Pitta, pela participação na banca examinadora desta dissertação e pelas críticas e comentários construtivos na análise do trabalho.

Aos colegas do Braga, Lincoln e Seixas Advogados, especialmente aos meus sócios Roberto Lincoln e Vicente Braga, pela cooperação e suporte.

Aos colegas do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, pela amizade e pelo aprendizado obtidos ao longo do curso.

“Tempos ruins! Tempos difíceis! É isto o que as pessoas estão dizendo. Melhoremos nossas vidas que os tempos ficarão melhores. Porque nós fazemos nosso próprio tempo. Os tempos são como nós somos”. (Santo Agostinho, Sermão 30,8)

RESUMO

O presente trabalho busca analisar, em seu domínio jurídico, o dever de prestação informacional de questões ambientais no âmbito do mercado de capitais brasileiro, para tanto realizando investigação do ordenamento jurídico nacional e da doutrina especializada em relação ao tema, por via de um estudo bibliográfico, analítico e descritivo da matéria. Objetivando a melhor perquirição do assunto, o estudo perpassou o exame do histórico e das funções do dever de informação no mercado de capitais, bem como da necessidade de transparência das empresas participantes do mercado de valores mobiliários quanto aos riscos empresariais, o que inclui as contingências e problemas ambientais da atividade econômica. O estudo também investigou a temática ambiental sob a ótica da crescente preocupação dos agentes públicos e dos atores de mercado quanto à matéria, especialmente em relação à pressão dirigida às companhias abertas. O papel da CVM em normatizar e fiscalizar a divulgação informacional no mercado, a própria legislação e a regulamentação infralegal da CVM em relação ao dever de transparência foram dissecados, demonstrando a existência de normas específicas quanto ao *disclosure* ambiental no ordenamento brasileiro, especialmente por via dos mecanismos informacionais do formulário de referência, do prospecto de emissão e da obrigação de divulgação de ato ou fato relevante. Discutiu-se como recente normatização da CVM promoveu política de incentivo à publicação de informes ambientais pelas companhias abertas, que deverão divulgá-los ou deverão explicar a não divulgação. Ademais, o exame da autorregulação, que figura como importante campo de normatização do tema, pela sua novidade e descentralização, foi aprofundado em relação às iniciativas privadas, como também foram examinadas as práticas regulatórias e autorregulatórias internacionais acerca da matéria. Por fim, concluiu-se que a CVM estabelece normas de divulgação quanto aos riscos ambientais das empresas, entretanto optou por não estabelecer diretrizes rígidas e cogentes acerca do *disclosure* ambiental por via de documentos informacionais específicos, preferindo incentivar a prática de forma voluntária, a ser realizada em conjunto com demais normas autorregulatórias.

Palavras-chave: *disclosure* ambiental; mercado de capitais; transparência; proteção ambiental; CVM.

ABSTRACT

The present work seeks to analyze, in its legal domain, the duty of providing information on environmental issues within the Brazilian capital market, for that purpose carrying out an investigation of the national legal system and the specialized doctrine in relation to the subject, through a bibliographic, analytical and descriptive study of the matter. Aiming at a better investigation of the theme, the study covered the examination of the history and functions of the duty of information in the capital market, as well as the need for transparency of companies participating in the securities market in relation to business risks, which includes the contingencies and environmental problems of the economic activity. The study also investigated the environmental theme from the perspective of the growing concern of public agents and market players regarding the matter, especially in relation to the pressure directed at publicly held companies. The CVM's role in regulating and inspecting information disclosure in the market, the legislation itself and the CVM's infralegal regulation in relation to the duty of transparency were dissected, demonstrating the existence of specific norms regarding environmental disclosure in the Brazilian legal system, especially through the informational mechanisms of the reference form, the issuance prospectus and the obligation to disclose a material act or fact. It was discussed how the recent regulation of the CVM promoted a policy to encourage the publication of environmental reports by publicly held companies, which must disclose them or must explain the non-disclosure. Furthermore, the examination of self-regulation, which is an important field of standardization of the subject, due to its novelty and decentralization, was deepened in relation to private initiatives, as well as the international regulatory and self-regulatory practices on the matter. Finally, it was concluded that the CVM establishes disclosure norms regarding the environmental risks of companies; however, it chose not to establish strict and binding guidelines on environmental disclosure through specific informational documents, preferring to encourage the practice on a voluntary basis, to be carried out in conjunction with other self-regulatory rules.

Keywords: environmental disclosure; capital market; transparency; environmental protection; CVM.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	15
2.1	Aspectos históricos do dever informacional no mercado de capitais ..	17
2.1.1	As sociedades anônimas e o desenvolvimento dos mercados de capitais...	17
2.1.2	O surgimento do mercado de capitais no Brasil	19
2.1.3	O dever de informação no contexto do <i>New Deal</i> norte-americano	21
2.1.4	Legislação sobre o mercado de capitais no Brasil.....	23
2.2	A necessidade e as funções da informação no mercado de capitais	24
2.2.1	A necessidade de informação no mercado de capitais.....	25
2.2.2	As funções da informação no âmbito do mercado de capitais.....	27
2.2.2.1	<i>A tomada de decisão dos investidores quanto à negociação ou à manutenção de valores mobiliários</i>	28
2.2.2.2	<i>A administração dos conflitos de agência</i>	29
2.2.2.3	<i>A gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários</i>	31
2.2.2.4	<i>A fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais</i>	32
2.2.2.5	<i>Segurança quanto ao regime de responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários</i>	33
2.2.2.6	<i>Manutenção da confiança no mercado de capitais aos investidores e potenciais investidores</i>	34
2.3	O dever de informação e sua regulação no ordenamento jurídico brasileiro	35
2.3.1	A regulação do mercado de valores mobiliários	36
2.3.2	Regulamentação do <i>disclosure</i> obrigatório pela CVM e o sistema de registro de oferta de valores mobiliários.....	39
2.4	A transparência quanto aos riscos empresariais e o princípio da proteção ambiental	43
2.4.1	Os riscos empresariais, a incerteza do mercado e a proteção do investidor	43
2.4.2	Aplicação do princípio da proteção ambiental no contexto do mercado de capitais	46
2.4.3	A função socioambiental das empresas e o mercado de capitais	49

2.4.4	A divulgação de informações sobre os riscos empresariais e seus mecanismos jurídicos	50
3	TRANSPARÊNCIA QUANTOS ÀS INFORMAÇÕES AMBIENTAIS NO MERCADO DE CAPITAIS	53
3.1	O papel da CVM na normatização e fiscalização do dever de informação e a autorregulação do mercado.....	53
3.1.1	CVM e proteção institucional do mercado de capitais: normatização, fiscalização e sanção.....	54
3.1.2	Autorregulação do mercado e dever de informar	57
3.2.	A regulamentação informacional como incentivo à proteção do meio ambiente.....	59
3.3.	Normas específicas no ordenamento jurídico brasileiro e seus instrumentos.....	64
3.3.1	Formulário de referência e oferta pública: informações ambientais	66
3.3.2	Prospecto de emissão: riscos na oferta pública	81
3.3.3	Divulgação de fato relevante e meio ambiente.....	89
3.3.4	Relatório de sustentabilidade e outros documentos semelhantes.....	94
3.3.5	Conclusão sobre os instrumentos informacionais analisados	99
4	A AUTORREGULAÇÃO E AS PRÁTICAS INTERNACIONAIS DE DISCLOSURE AMBIENTAL	103
4.1	A autorregulação do mercado e a proteção ambiental: bolsa de valores, associações e práticas empresariais voluntárias.....	103
4.1.1	Bolsa de valores: segmentos de listagem, índices de performance ambiental e outras práticas	106
4.1.2	Associações privadas: a promoção de práticas ASG pelas companhias abertas.....	117
4.1.3	Empresas e investidores: certificações e outras iniciativas	123
4.2	Normatização e práticas informacionais ambientais em outras jurisdições.....	126
4.3	Práticas de <i>disclosure</i> ambiental e performance empresarial	137
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	146
	REFERÊNCIAS.....	155

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho examina as conformações jurídicas do dever de prestação informacional quanto aos riscos e aos aspectos ambientais da atividade econômica pelas companhias abertas no âmbito do mercado de capitais brasileiro, consoante a normatização atual sobre o assunto expedida pelo ente regulador competente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como pelos demais órgão e entidades responsáveis pela autorregulamentação nesta seara, perfilhando os mecanismos jurídicos informacionais atualmente existentes no ordenamento nacional, no intuito de responder a questão relacionada à existência, no ordenamento jurídico brasileiro, de meios jurídicos que garantam níveis razoáveis de *disclosure* ambiental pelas companhias participantes do mercado de capitais nacional.

O mercado de capitais, âmbito de circulação de valores mobiliários destinados à captação de recursos de poupadores e investidores aos empreendedores (sendo o mercado acionário, personificado pelas bolsas de valores, o seu ramo mais evidente), estabelece-se como importante pilar do desenvolvimento econômico nacional, haja vista a sua importância na eficiência da alocação de recursos para o setor produtivo e para a formação dos preços. Em decorrência desta importância, a regulamentação do mercado de valores mobiliários é projetada para buscar um alto grau de transparência dos agentes econômicos envolvidos, possibilitando a tomada consciente de decisão dos potenciais investidores, resguardando-os de abusos e fraudes, além de gerar confiança ao próprio sistema de mercado, sem a qual dificultaria seu desenvolvimento.

De outro lado, a temática da proteção ao meio ambiente, nas últimas décadas, vem crescendo cada vez mais em importância nos mais amplos e importantes foros de discussão internacionais e domésticos, especialmente em decorrência da aceleração econômica em escala global, agravando a potencialidade dos riscos ambientais, promovendo graves problemas ecológicos e climáticos, atualmente em patamares cada vez mais abrangentes – como o aquecimento global e a poluição do ar e de rios e oceanos – e ocasionando grandes desastres ambientais.

Verifica-se, desta forma, uma maior atenção dos investidores quanto aos riscos ambientais provenientes da atividade das empresas investidas, decorrente do próprio receio de grave perda patrimonial dos valores mobiliários objeto do investimento, como também da compreensão da necessidade de sustentabilidade a longo prazo dos negócios investidos. Diante desta situação, mostra-se relevante a exploração de

instrumentos jurídicos, no domínio do direito empresarial, que promovam, além da salvaguarda ao patrimônio dos investidores, a concretização do dever de proteção ao meio ambiente, sendo o dever de transparência informacional um relevante mecanismo de materialização deste objetivo.

Assim, a obrigação de divulgação de informações pelas empresas vem ultrapassando o mero enfoque em seus dados contábeis e financeiros, buscando-se a transparência também quanto a outros aspectos importantes da atividade empresarial, como os riscos e fatos envolvendo questões ecológicas e climáticas.

A importância do trabalho reside, portanto, na possibilidade de se aprofundar um tema, além de bastante atual, pouco explorado em seu domínio jurídico. Ademais, as conclusões do trabalho poderão servir ao direcionamento da política da CVM e dos outros órgãos autorreguladores frente à matéria estudada, bem como servir à atuação das companhias abertas, possibilitando uma melhor análise e aplicação do *full disclosure* ambiental no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

O estudo será bibliográfico e documental, com a utilização de obras e documentos normativos que abordem o tema pesquisado, eminentemente no âmbito nacional e principalmente artigos, dissertações, teses e trabalhos específicos sobre o *disclosure* ambiental, abordando-se, em paralelo, a proteção jurídica ao meio ambiente no orçamento jurídico do País e o dever de informação no mercado de capitais brasileiro, realizando-se uma análise dialética, de forma expositiva e reflexiva.

As indagações se voltam à averiguação da existência de instrumentos jurídicos de *disclosure* ambiental no ordenamento jurídico brasileiro, bem como à utilidade e à comparabilidade de tais mecanismos jurídicos de divulgação em relação às informações ambientais que sejam objeto de publicização obrigatória, investigando a eficácia dos instrumentos analisados.

Considerando a novidade da temática no âmbito nacional, tem-se como hipótese inicial que as entidades regulatórias e autorregulatórias do mercado de capitais e o legislador brasileiros ainda não se tenham debruçado profundamente quanto às regras específicas de *disclosure* quanto aos riscos ambientais das empresas componentes do mercado de valores mobiliários brasileiro ou que a divulgação de temas Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) esteja mais vinculado a diretrizes de publicidade das companhias do que ao intuito de gerar melhorias reais aos demais interessados na empresa e à comunidade (AFONSO, 2022).

Ante o exposto, o trabalho investiga, no capítulo inicial, os fundamentos e o histórico do dever de prestação de informações das empresas que se utilizam do mercado de capitais, especialmente em relação às funções da informação no mercado de valores mobiliários e o desenvolvimento, no Brasil e no mundo, da formatação jurídica das sociedades comerciais até o surgimento das sociedades anônimas, com a correlata responsabilidade quanto ao *disclosure* de suas informações relevantes perante os interessados.

São analisados, no segundo capítulo, os temas da transparência quanto aos riscos empresariais, a defesa do investidor e o dever de proteção ambiental no ordenamento jurídico brasileiro, como também o papel da CVM e da bolsa de valores no ambiente regulatório nacional, examinando-se a legislação brasileira atinente ao mercado de capitais e as principais normas regulamentares acerca do dever de divulgação de informações. Ademais, são averiguados detalhadamente as normas infralegais sobre transparência informacional editadas pela CVM, bem como os instrumentos informacionais obrigatórios das companhias abertas, com enfoque nos mecanismos existentes quanto ao *disclosure* ambiental.

Por fim, no capítulo final, são examinadas as principais práticas autorregulatórias sobre o tema, bem como as práticas internacionais quanto ao assunto, concluindo-se com a investigação acerca da influência de tal arcabouço normativo nos níveis de *disclosure* ambiental e da performance empresarial das companhias.

2 O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

De início, deve-se perquirir o que é informação e qual sua importância para o direito empresarial, para daí se verificar os aspectos jurídicos do dever de prestação de informações, pelas empresas, no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

A informação pode-se conceituar como um dado elaborado com a finalidade de comunicar uma mensagem; é, portanto, a conformação comunicativa de um dado, que é passível de se tornar conhecido de acordo com tal conformação, sendo, por conseguinte, algo passível e destinado à comunicação (BRAGA, 2006, p. 20-21).

Assim, no mercado de capitais – ambiente jurídico-econômico de circulação de valores mobiliários destinados à captação e à alocação de recursos de poupadores e investidores para o setor produtivo (CAMPINHO, 2017, p. 59), cujo mercado de ações, consubstanciado pelas bolsas de valores, é o seu ramo de maior importância e evidência, afigurando-se como uma das mais relevantes engrenagens na qual o progresso econômico de uma nação se fundamenta –, a informação possui importância crucial para seu funcionamento e desenvolvimento¹.

Diante de tal importância do mercado de capitais para economia nacional, os países passaram, especialmente após o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*) em outubro de 1929 – que teria decorrido, de acordo com muitos comentaristas contemporâneos ao fato, da parca disciplina legal do mercado americano à época –, a exercer maior regulação sobre o mercado de valores mobiliários² (PITTA, 2013, p. 24), especialmente no que tange à regulamentação jurídica da informação e suas funções no contexto de tal mercado³.

¹ “O mundo corporativo vem se moldando à Era da Sociedade da Informação. Isso é evidente visto que a cada dia a gestão estratégica da informação proporciona às empresas modos novos e avançados de pensar e planejar as rotinas organizacionais, bem como a organizar a grande massa informacional gerada diariamente. No mercado de capitais a informação é extremamente significativa porque possibilita aos investidores e aos analistas de mercado compreenderem o comportamento de uma determinada empresa e do próprio mercado. Essa compreensão propicia aos investidores tomarem uma decisão de investimento e aos analistas a fazerem uma recomendação mais precisa em termos do desempenho futuro das empresas atuantes nesse âmbito” (LOPES; VALENTIM, 2008, p. 88).

² Expressão tomada, neste trabalho, como idêntica a mercado de capitais (cf. EIZIRIK et al., 2011, p. 8).

³ Pitta (2013, p. 13), discorrendo sobre o assunto em seu trabalho monográfico sobre o tema, aduz que seu estudo “[...] motiva-se por uma percepção de que o regime informacional obrigatório, tradicionalmente reputado como maior pilar regulatório do mercado de valores mobiliários, é estruturado, ao redor dos mercados, de forma a privilegiar sua funcionalidade relativa à viabilização da avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários, com o intuito de promover uma tomada de decisão consciente por parte dos investidores e, conseqüentemente, uma precificação precisa dos referidos ativos”.

A legislação brasileira, não olvidando da regulação⁴ do mercado de valores mobiliários, tratou, tanto na seara legal quanto na infralegal, de disciplinar a circulação de informação e o dever de transparência das empresas, principalmente por via da criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica em regime especial, destinada à regulamentar e à fiscalizar o mercado de capitais brasileiro.

A pormenorizada regulação da informação é fundada nas diversas funções relevantes que a divulgação informacional possui para o regular funcionamento do mercado de capitais: além de sua função mais notável, isto é, de ser um meio de proteção aos investidores de valores mobiliários ofertados no mercado, também possui diversas outras incumbências importantes, como a administração dos conflitos de agência, a gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários, a fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais, a responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários e a manutenção da confiança dos investidores e potenciais investidores no mercado (PITTA, 2013, passim).

Assim, dentre os mecanismos existentes no mercado de valores mobiliários, o dever de informação, em decorrência de suas várias funções, é vislumbrado como potencial vetor de concretização do princípio constitucional de proteção ao meio ambiente. Considerando que as sociedades anônimas que ofertam seus valores mobiliários ao público e que se utilizam do mercado de capitais para angariação de recursos influem na esfera jurídico de inúmeras pessoas, possuem, assim, diversos deveres não só para com os seus acionistas – especialmente em relação aos pequenos e médios investidores –, mas também com o público em geral (SANTOS, 2015, p. 47-48) e, inclusive, com a própria comunidade e o meio onde está inserido o estabelecimento e onde é exercida a atividade empresarial.

Desta forma, o dever de *full disclosure* empresarial – isto é, a obrigação de as empresas manterem a transparência quanto às informações relacionadas à atividade empreendida e aos títulos emitidos – mostra-se basilar ao hígido funcionamento dos

⁴ “Nesse sentido, R. Sztajn afirma que a regulação, em sua vertente tradicional, pode ser compreendida como um conjunto de regras predispostas por um órgão estatal ou agência da administração indireta, com o intuito de fiscalizar e garantir a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica. Assim, a regulação representa um evidente limite à liberdade individual dos agentes, implicando alteração de seu comportamento em relação àqueles que seriam adotados na ausência de tais limites, sendo dirigida a um conjunto de determinada economia (e.g. defesa da concorrência, do consumidor, do meio ambiente), a um setor da economia (e.g. transportes, comunicações, energia) ou a um tipo específico de exercedor da atividade econômica (e.g. sociedades exportadoras, agrícolas, farmacêuticas etc.)” (PITTA, 2013, p. 20).

mercados de capitais atuais, inclusive, como dito, no que tange à proteção aos direitos dos diversos interessados que são influenciados pelos agentes atuantes no mercado, necessitando-se, portanto, investigar quais funções tal dever exerce no mercado de valores mobiliários brasileiro, como se encontra a hodierna regulamentação informacional no ordenamento jurídico pátrio e qual o papel da CVM em relação ao cumprimento do dever de informação, tomando-se em especial consideração a transparência quanto aos riscos ambientais da atividade empresarial.

2.1 Aspectos históricos do dever informacional no mercado de capitais

A história do direito à informação no âmbito do mercado de valores mobiliários pode ser traçada tendo por base o desenvolvimento dos tipos de sociedades comerciais que primeiro engendraram os mecanismos de emissão de valores mobiliários a um público cada vez mais abrangente, necessitando-se, assim, de novos instrumentos que possibilitassem aos investidores, mais distantes da atividade comercial propriamente exercida e da administração societária, o conhecimento fidedigno e tempestivo acerca da gestão dos negócios e dos resultados daí decorrentes.

2.1.1 As sociedades anônimas e o desenvolvimento dos mercados de capitais

Verifica-se que as sociedades anônimas – mais propriamente, suas formas antecedentes históricas –, em decorrência de sua estrutura jurídica inovadora à época de sua formação⁵, geraram a necessidade de criação de estruturas normativas que estabelecessem um fluxo de informação periódica entre a administração do empreendimento comercial e seus sócios, além do direito dos acionistas de requisitarem dados e documentos relacionados à atividade empresarial, pois os sócios

⁵ “Sob outro prisma, a sociedade anônima representava, na ótica dos acionistas, um mecanismo de investimento eficiente e flexível, uma vez que estes não se encontravam subordinados a um regime de responsabilidade por dívidas contraídas pela sociedade e, adicionalmente, poderiam gerir o capital alocado da forma que melhor lhes aprouvesse, na medida em que a sociedade anônima se pauta por uma lógica de livre transmissibilidade das ações tituladas. Neste sentido, são as próprias características e vetores basilares sobre os quais se encontra gizado o tipo societário em causa que ditaram que lhes fosse reconhecido um papel nuclear na dinamização das sociedades e da própria economia. Estamos a referir-nos, mais concretamente: (i) à responsabilidade limitada dos sócios ao valor subscrito; (ii) à dispersão do capital por um elevado número de acionistas, traduzida na detenção de pequenas parcelas, e (iii) à livre transmissibilidade das ações” (SANTOS, 2015, p. 70).

das empreitadas mercantis estavam, cada vez mais, afastando-se da gestão do empreendimento levado a cabo por tais sociedades.

Remontando ao Banco de São Jorge, de Gênova, fundado em 1407, como exemplo de sociedade comercial histórica com várias características da sociedade anônima atual, Santos (2015, p. 70-71) destaca que, a partir do século XV, com o desenvolvimento e maior complexidade dos empreendimentos mercantis, resultando em sociedades mercantis com estruturas gerenciais cada vez mais complexas – como as grandes companhias coloniais, a exemplo da *East India Company* inglesa, fundada em 1600, a *Oost-Indische Compagnie* holandesa, criada em 1602, e a *West-Indische Compagnie in Holland*, também holandesa, fundada em 1621⁶ –, o problema da prestação informacional no âmbito das sociedades comerciais passou a ser relevante, pressionando à criação de mecanismos para a resolução de tal assimetria de informações entre investidores e administração.

A livre transmissibilidade das ações e a limitação de responsabilidade dos sócios ao valor subscrito foram fatores essenciais que levaram à disseminação do tipo societário da companhia por ações e, por conseguinte, à negociação de tais valores mobiliários em bolsas de valores existentes na Europa já nos séculos XVI e XVII.

Assim, os mecanismos de divulgação informacional se tornaram cada vez mais prementes e necessários à própria subsistência dos mercados de valores mobiliários de então. Todavia, a proteção aos investidores e o decorrente direito à informação se mostravam muito inexpressivos, ou até mesmo inexistentes, conforme demonstra Mota (2013, p. 24), discorrendo acerca da situação na Inglaterra no início do século XVII:

[...] neste cenário o preço da ação era um dos únicos indicativos do valor da empresa, facilitando a manipulação do mercado por meio de diversos expedientes, inclusive a disseminação de informações falsas. Embora tal situação seja profundamente distinta da atual, não faltarão casos, ainda hoje, em que se possa dizer, como escreveu Defoe em 1697: “So have I seen Shares in Joint-Stocks, Patents, Engines, and Undertakings, blown up by the air of great Words”.

Diante de problemas decorrentes de fraudes e manipulações, que geraram, em tal época, inclusive críticas à própria existência dos mercados de capitais, verifica-se

⁶ Ribeiro Júnior (2004, p. 12-13) identifica como primeiro ensaio das companhias de comércio da era colonial a criação de sociedades inglesas no século XIV, pois haveria “[...] nessas associações algumas das características que mais tarde integrariam as ‘joint stocks’”.

as primeiras iniciativas legislativas almejando a maior circulação de informações no mercado, como modo de coibir tais discrepâncias e proteger, mesmo que ainda incipientemente, os eventuais investidores, agentes estes muito importante para a própria manutenção e criação de novos empreendimentos mercantis.

Em 1742, como consequência aos efeitos negativos gerados pela Bolha dos Mares do Sul – decorrente da especulação, dentre outros valores mobiliários, com as ações da Companhia dos Mares do Sul, criada em 1711 –, verifica-se na Inglaterra uma proposta legislativa de autoria de Sir John Barnard, buscando restringir os abusos então praticados, prevendo, por exemplo, a expressa vedação de divulgação de informações falsas no âmbito do mercado de capitais. No entanto, tal proposta não chegou a ser votada no parlamento inglês (MOTA, 2013, p. 24-25).

Em decorrência da utilização ainda maior do modelo de sociedades anônimas ao longo dos séculos XVIII e XIX, como efeito da própria Revolução Industrial, o mercado de capitais teve que ser dotado de mais regras protetivas aos investidores, haja vista a necessidade de uma regular estabilidade, advindo daí, como exemplo, a edição, no Reino Unido, do *Bubble Act* de 1720, cuja finalidade era debelar bolhas especulativas e o desenvolvimento de empresas fraudulentas, além do *Companies Act* de 1844, que foi responsável, pioneiramente, por estabelecer regras designadas à organização da captação de recursos junto ao público e à divulgação obrigatória de informações (PITTA, 2013, p. 56).

Nas primeiras décadas do século XIX, vê-se, nos Estados Unidos, a existência de uma pressão por regras que determinassem a divulgação periódica – anual, semestral e trimestral – de informações das companhias. O que ainda se verificava, nesta época, era apenas o estabelecimento de previsões quanto ao dever informacional nos estatutos das companhias, isto é, o *disclosure* voluntário das informações pelos administradores. A legislação neste sentido, todavia, somente iria surgir no século seguinte (MOTA, 2013, p. 25).

2.1.2 O surgimento do mercado de capitais no Brasil

No Brasil, desde o século XVII, a indústria de intermediação, de fundamental importância para o desenvolvimento mercantil da então colônia brasileira, tinha por

ator principal a figura do “corretor”⁷, remontando à ideia de quem “corre”, isto é, que atravessa o país intermediando negócios; desta forma, diante da ausência de imprensa e de mecanismos jurídicos que centralizassem a circulação de informação, a atuação dos corretores foi essencial para o incipiente mercado de valores mobiliários brasileiro (COPOLA, 2013, p. 208).

As companhias de comércio, em sua maioria instituídas na era pombalina, no século XVIII, formadas para fomentar e executar, de forma monopolística, o tráfico mercantil de produtos importantes para a metrópole, possuíam certas disposições, estabelecidas em seus estatutos fundacionais, acerca da circulação de informações, todavia tal fluxo era destinado à fiscalização, pelo órgão controlador na metrópole, das atividades realizadas pelos administradores situados nas colônias, não se estabelecendo, aos acionistas em geral, tais pretensões informacionais. Pelo contrário, as informações detidas pelas companhias comerciais eram tidas como estratégicas pela coroa portuguesa, podendo, inclusive, a administração metropolitana negar solicitação de informações realizada por qualquer tribunal, cabendo recurso, contra tal negativa, apenas ao rei (RIBEIRO JÚNIOR, 2004, p. 88).

A partir de 1808, com a vinda da família real para o Brasil, ocorreram alterações significativas na economia nacional, inclusive no funcionamento do mercado de valores mobiliários, mas é somente a partida da metade do século XIX que as atividades ligadas ao mercado financeiro passaram a ter maior significância no país (COPOLA, 2013, p. 209). Com a centralização física das atividades dos corretores em determinadas praças, favorecendo, assim, o acompanhamento de mais transações, bem como a mobilização de maiores recursos, surgiram as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro, em 1850, e de São Paulo, em 1884 (COPOLA, 2013, p. 211).

O cenário, todavia, ainda não era propício ao florescimento do mercado de capitais brasileiro, haja vista a existência de entraves econômicos e jurídicos, estes decorrentes da Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860, que dificultou a constituição de novas companhias abertas e a circulação de seus títulos, pelo que tal legislação passou a ser conhecida como “Lei dos Entraves”, o que foi superado, até certo ponto⁸,

⁷ “Completando a malha de intermediação encontravam-se os corretores, cujo número era limitado pelo Tribunal e Junta de Comércio, e no final do século XIX chegavam a setenta, sendo que apenas três controlavam o negócio do café (Sweigart 1987, 29). Dessa intermediação nos grandes portos originava-se parte das fortunas brasileiras” (LOPES, 2007, p. 22).

⁸ Copola (2013, p. 213) aduz, no que tange à legislação acerca das sociedades anônimas (o então Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891), que as companhias “[...] não prestavam as devidas contas aos acionistas, não distribuíam dividendos e não pagavam impostos – o que frequentemente gerava

após as reformas advindas com a Proclamação da República (COPOLA, 2013, p. 211)⁹.

2.1.3 O dever de informação no contexto do *New Deal* norte-americano

O regime de informação das companhias passou por significativas mudanças ao longo do século XX, especialmente diante do contexto histórico relacionado ao aumento do fluxo de capitais para o mercado de valores mobiliários e às medidas empregadas em face da Grande Depressão norte-americana, iniciadas, dentre outros fatores, pelo *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque em outubro de 1929.

Antes, importa discorrer brevemente sobre a ambiente jurídico do mercado de capitais norte-americano anteriormente ao *crash*.

Vigorava, até então, as chamadas *blue sky laws*, legislações dos estados norte-americanos que, desde o início do século XX, dispunham sobre a regulação do mercado de capitais no âmbito de cada estado, inclusive no que tange aos aspectos informacionais, sendo a primeira legislação, e a mais digna de nota, a do estado do Kansas, de 1911 (MOTA, 2013 p. 29). Tais normas visavam, em geral (mesmo com a variação normativa de cada unidade federativa), proteger os investidores de especulações fraudulentas com valores mobiliários que, naquilo que a Suprema Corte do Kansas viria a afirmar, tivessem por base nada mais que alguns metros de céu azul, daí advindo a alcunha dessas leis (EIZIRIK et al., 2011, p. 484).

Em decorrência da crise econômica e social vivida nos Estados Unidos nos anos após o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque, o governo norte-americano, também movido por fortes críticas ao modelo de regulação do mercado de capitais

descontentamento naqueles indivíduos que arriscavam tornar-se investidores. Particularmente grave era a falta de publicação sistemática dos balanços das companhias com a discriminação das contas de Lucros e Perdas. A ausência destas informações apenas contribuía para o agravamento da falta de confiança dos investidores – situação incompatível com um mercado de valores mobiliários hígido e pujante, algo bastante desejado pelo então governo federal”.

⁹ Mota (2013, p. 26-27) assevera, corroborando o então estado de desorganização do mercado de valores mobiliários brasileiro, que, no final do século XIX, “[...] o furor especulativo do episódio conhecido como Encilhamento acarreta a criação de inúmeras empresas, em sua maioria fantásticas, na expressão de Caio Prado Júnior. O apelo à poupança popular se fez sem previsão legal expressa sobre a matéria, pois como observa J. X. Carvalho de Mendonça: ‘[o] Código Comercial e as leis de 1882 e 1890 não cogitaram da subscrição pública, conquanto o uso a houvesse admitido’. Como menciona o citado autor, já em 1891 o Governo Provisório editou o Decreto nº 1.362 de 14 de fevereiro com o fim de ‘acautelar a desídia dos incautos e temerários subscritores de ações e de reprimir um dos maiores abusos praticados na organização das companhias”.

então vigente no país¹⁰, patrocinou, no contexto das medidas do *New Deal*¹¹, a promulgação de duas leis destinadas a regular tal mercado em âmbito nacional: a *Securities Act* de 1933 e a *Securities Exchange Act* de 1934¹².

A edição destas duas leis teve como base da proteção aos investidores o princípio do *full and fair disclosure* (isto é, da divulgação ampla e justa das informações), pautando-se na publicidade de informações, pelas companhias, como pilar regulatório do mercado de capitais norte-americano, para tanto definindo o conceito de valor mobiliário e criando o mecanismo de registro das ofertas públicas destes valores. Aduz Copola (2013, p. 190), acerca do sistema criado pela *Securities Act* de 1933, que o referido princípio é:

[...] verdadeiramente a espinha dorsal do arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários norte-americano – e sem dúvida seu traço mais reproduzido ao redor do mundo. De acordo com tal sistema, o reconhecimento de um instrumento como valor mobiliário implica não só a exigência do registro do valor mobiliário mas, como consequência deste, também a incidência de um corpo vasto e complexo de regras de cunho informacional [...].

A *Securities Exchange Act* de 1934 foi responsável pela criação do órgão regulador central do sistema de mercado de capitais norte-americano: a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Em complemento ao *Securities Act*, esta lei estabeleceu a imposição de divulgação de informações a todos os emissores de

¹⁰ “Assim, embora o arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários norte-americano vigente à época (baseado, em larga medida, nas práticas tradicionais das bolsas de valores, principalmente a de Nova York) não possa ser considerado exclusivamente como o único culpado por lançar o país à Grande Depressão, entendeu o Congresso dos Estados Unidos que, no mínimo, o nível de banditismo sem precedentes encontrado na indústria financeira, impulsionado pelo afastamento do Estado da regulação do mercado de valores mobiliários, contribuíram, em muito, para aprofundar a crise” (COPOLA, 2013, p. 185).

¹¹ “A matéria foi, inclusive, um dos itens de campanha do então candidato à presidência dos Estados Unidos Franklin Roosevelt, constituindo, ainda, um dos fundamentos do New Deal. Larry D. Soderquist e Theresa A. Gabaldon também assinalam que o Congresso Americano, ao editar tais leis, buscou, ainda, restabelecer a confiança do público no mercado de valores mobiliários, bastante abalada em virtude da crise da Bolsa de Nova York de 1929. Esclarecem os referidos autores que ocorreu, a partir da crise, um franco desinteresse neste segmento do mercado por parte dos investidores, que procuraram aloca suas poupanças em produtos financeiros que apresentassem menos riscos” (EIZIRIK et al., 2011, p. 31).

¹² “Although many critics, reformers, and Congressmen wanted Congress to enact ‘blue skies’ legislation that would require all securities sold and traded to be approved by the federal government, President Franklin Roosevelt preferred the concept of “disclosure” (see Wheat, 1967). Rather than having the government approve or disapprove securities, corporations whose securities are publicly sold and traded are required to disclose a large amount of predominantly financial information to the Securities and Exchange Commission (SEC) who make these data available to the public. Indeed, the Securities Exchange Act is described in its title and usually referred to as a ‘disclosure statute’” (BENSTON, 2010, p. 66).

valores mobiliários com circulação pública, notadamente as companhias abertas (*public companies*), inclusive impondo a obrigação de realizar publicação periódicas de informações relevantes de tais companhias.

Estas leis, além do escopo no qual foram criadas, de restabelecimento da confiança dos investidores no mercado de capitais norte-americano no pós-crise de 1929, tiveram profunda influência na legislação informacional de grande parte dos países providos de mercados regulamentados, sendo o Brasil, quando do estabelecimento de suas normas regedoras do mercado de capitais, bastante inspirado por tais mecanismos legais (COPOLA, 2013, p. 190).

2.1.4 Legislação sobre o mercado de capitais no Brasil

Após o período da Proclamação da República, no intuito de modernizar o regramento acerca das sociedades anônimas e fomentar o desenvolvimento de um pujante mercado de valores mobiliários, é publicado o Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, que disciplinou as sociedades anônimas no Brasil até a entrada em vigor da legislação atualmente vigente.

O Decreto-lei nº 2.627/1940, cujo anteprojeto, de autoria de Trajano Miranda Valverde, foi estruturado, segundo o próprio autor, sobre os princípios da publicidade e da responsabilidade (PITTA, 2013, p. 159), passou a prever novas obrigações informacionais às companhias, como a elaboração de balanços anuais, com o detalhamento sobre as contas de lucros e perdas, e a elaboração de relatórios contendo informações financeiras sobre o estado da sociedade, inclusive sob pena de sanções criminais em caso de fraude ou omissão (COPOLA, 2013, p. 214). Outro aspecto importante foi a previsão da possibilidade de constituição de companhia mediante a subscrição pública, por via de publicação de prospecto contendo clara e precisa exposição dos fundamentos do empreendimento (PITTA, 2013, p. 160).

No entanto, apenas nas décadas posteriores é que foram estabelecidas as bases normativas para o mercado de capitais nos moldes atualmente vigentes. São nos anos de 1960 e 1970 – período em que se somam o intuito desenvolvimentista do regime militar e a direta influência do pensamento jurídico e econômico norte-americano (YAZBEK, 2009, p. 273-274) – que se verificam maiores tentativas de modernizar a organização do sistema financeiro nacional, aí incluído o mercado de capitais.

São promulgadas, com forte inspiração no modelo norte-americano, as Leis nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a primeira estabelecendo as fundações do Sistema Financeiro Nacional, além de criar o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, e a segunda disciplinando o mercado de capitais, instituindo como principal pilar regulatório de tal mercado o regime informacional obrigatório, com a exigência de registro a todos os emissores de valores mobiliários e das ofertas públicas de distribuição de tais valores.

Na década de 1970, ainda na esteira das criações legislativas anteriores e aprofundando a disciplina jurídica do mercado, é promulgada a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conhecida como Lei do Mercado de Valores Mobiliários, que, além de criar um ente específico para regular tal mercado – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) –, definiu as políticas e os objetivos do mercado de capitais e listou as espécies de valores mobiliários existentes em nosso ordenamento jurídico, definindo assim as fronteiras de abrangência da regulação.

Ademais, foi promulgada a novel legislação sobre as sociedades por ações, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que modernizou a disciplina das sociedades anônimas (ou companhias), tendo também por base a publicização da informação no âmbito de tais sociedades, elevando a proteção aos acionistas minoritários, criando, desta forma, um ambiente jurídico mais propenso a recepção de investimento nos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas brasileiras.

2.2 A necessidade e as funções da informação no mercado de capitais

A informação, como dado comunicativo, é objeto de importância crucial na economia, como visto, devendo ter relevância, clareza, objetividade e completude para sua compreensão e utilização pelos seus usuários. Desta forma, é possível dizer que, sem divulgação informacional, as relações de troca desenvolvidas nos mercados em geral se tornariam irrealizáveis ou bastante dificultosas, ocasionando diversos entraves ao desenvolvimento econômico.

Assim, para que se entenda os mecanismos que suportam o regular funcionamento do mercado de capitais, ensejando a segurança e a confiança necessárias para a existência de um ambiente jurídico viável para tal mercado, faz-se necessário conhecer as importantes funções da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, possibilitando verificar se a legislação atualmente em

vigor possui dispositivos que favoreçam a implementação e consecução de tais papéis.

2.2.1 A necessidade de informação no mercado de capitais

O fluxo de informação¹³, como dito, é a base da qual a economia de mercado se desenvolve: tanto para o regular funcionamento da economia como um todo – a própria sistemática de preços e a alocação de recursos em geral –, quanto para permitir que, no âmbito das sociedades empresárias, haja harmonia mínima entre os agentes econômicos (investidores, administradores, financiadores, fornecedores, funcionários, credores em geral, dentre outros), possibilitando a tais sociedades lograrem seus objetivos finais.

Desta forma, a informação possui um papel muito além de ser um mero balizador para a aquisição ou a manutenção de valores mobiliários – aspecto que, obviamente, possui uma enorme importância para a preservação do mercado, como será visto mais adiante –, sendo, pois, matéria sem a qual o mercado e as próprias empresas não funcionariam de forma adequada e dinâmica.

Sobre a importância da informação, afirmam Lopes e Valentim (2008, p. 91-92):

Independentemente do produto ou serviço, ou da quantidade de colaboradores, todas as empresas geram dados, informação e conhecimento. O que pode diferenciar uma da outra reside em uma ação voltada à gestão do conhecimento, cuja efetividade é diretamente proporcional às informações constantemente geradas. [...] Para Choo (2003, p.26), “a informação é um componente intrínseco de quase tudo o que uma organização faz”.

¹³ “Outrossim, a palavra ‘informação’ possui raízes etimológicas muito antigas. No latim, o nominativo *informatio* podia ter o sentido epistemológico e ontológico de ‘dar forma (a alguma coisa)’, ou os sentidos pedagógicos de ‘disciplinar’, ‘instruir’ e ‘ensinar’. A partir da Baixa Idade Média, a noção da informação passou a ganhar maior atenção. Para os filósofos escolásticos do alto período medieval, todas as coisas consistiam de forma e matéria, e a informação acompanhava a materialização: a forma informava a matéria, que por sua vez materializava a forma. Essa visão de mundo marcadamente rigorosa e metodológica, tipicamente escolástica, viu nascer em paralelo uma onda de anseios de cunho ‘humanista’, propagados principalmente em círculos para-acadêmicos, os quais vieram a desembocar em nada menos que o Renascimento. Paulatinamente, a noção de informação sofreu uma mutação – notadamente, deixando para trás a ideia de ‘dar forma (a algo)’ para passar a designar ‘comunicar algo a alguém’. Esta significação ainda está na base dos usos mais cotidianos da informação e dos usos aplicados às ciências sociais” (COPOLA, 2013, p. 24).

A necessidade de gestão da informação no âmbito do mercado de capitais está ligada diretamente ao problema da assimetria informacional¹⁴ – isto é, o desalinhamento de conhecimento entre agentes (internos e externos ou, por exemplo, administradores e investidores, no caso de uma companhia), relacionados entre si em uma organização ou em uma relação negocial (como numa compra e venda), sobre as informações existentes acerca de tal negócio ou organização –, bem como as funções da divulgação informacional são voltadas à amenização ou eliminação de tal assimetria¹⁵.

Sendo um bem suscetível de apropriação, a detenção de informação se materializa em verdadeiro poder econômico por parte dos agentes que a possuem¹⁶, e, no estado de liberdade total do mercado, a solução voluntária do problema de assimetria informacional pode não ser encontrada satisfatoriamente, do que decorreria problemas graves ao próprio sistema de livre mercado¹⁷.

Considerando a problemática da assimetria informacional invariavelmente existente nos mercados em geral, de forma mais ou menos intensa, a informação, que

¹⁴ “As principais falhas de mercado consideradas pela Teoria Positiva são o monopólio natural e as externalidades. Afora estas duas falhas de mercado, questões como assimetria de informação e insuficiente provisão de bens públicos foram acrescentadas como justificativas para a intervenção regulatória do Estado. Portanto, segundo esta linha, a regulação vem para, na presença das falhas de mercado, assegurar que o resultado da interação entre os agentes econômicos seja eficiente. Nesse sentido, os agentes públicos agem, ao oposto dos agentes privados, de forma desinteressada, com o fito exclusivo de garantir o bom funcionamento do mercado. Tal linha de pensamento, conforme Posner, sustenta todo o arcabouço regulatório, porém, originalmente elaborada com os pressupostos que os mercados seriam extremamente frágeis e que a regulação governamental não teria custos. Posteriormente, lembra o jurista da Universidade de Chicago, argumentou-se que a regulação pode ser um remédio pior que a doença, ou seja, que as agências não seriam competentes para lidar com as falhas de mercado. Sendo assim, ainda que coubesse ao governo intervir, a correção seria pouco eficiente por decorrência de limitações dos órgãos reguladores” (ROSA, 2012, p. 20-21).

¹⁵ “O objetivo principal da contabilidade é permitir que seus usuários sejam capazes de avaliar a situação econômico-financeira da companhia, seja num sentido estático ou acerca de tendências futuras (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Nesse contexto, nota-se que a informação contábil contribui para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos etc.) e os usuários externos da empresa (acionistas, credores, governo etc.)” (MURCIA, 2009, p. 13).

¹⁶ “Como bem ressaltado por G. Stigler, ‘informação é poder’ (STIGLER, 1961, p. 213). A partir desta premissa, a concretização dos objetivos de regulação do mercado de valores mobiliários, conforme anteriormente analisado é efetuada por meio da ampla divulgação de informações dos emissores de valores mobiliários ofertados, sendo considerado o principal instrumento regulatório do mercado de valores mobiliários” (CURY; MENDES, 2015, p. 399).

¹⁷ “Em decorrência disto, assume-se que existirão diversas situações em que a informação, não obstante sua importância econômica e sua função protetiva, não será voluntariamente produzida pelos agentes em um nível satisfatório, sendo necessário, portanto, algum tipo de intervenção estatal para que ela seja adequadamente fornecida e disseminada no âmbito social [...] Na mesma linha, a natureza de bem público da informação também é recorrentemente utilizada como justificativa para a existência de um regime obrigatório de *disclosure* na esfera do mercado de valores mobiliários, conforme será analisado adiante” (PITTA, 2013, p. 53-54).

pode ser caracterizada pelo binômio relevância e novidade, deve se prestar, assim, às atribuições de concessão de segurança e de diminuição de incertezas para aqueles que a possuem; nesta medida, a informação desempenha um essencial encargo no que tange ao mercado de capitais, haja vista que possibilita a tomada de decisão, a formação de preços do valores mobiliários negociados e o exercício de direitos, deveres e poderes relacionados a tais títulos (COPOLA, 2013, p. 19).

Deste modo, como um bem essencial às bases fundacionais do mercado, a divulgação de informação precisa ser regulada para possibilitar o cumprimento de suas funções salutares, propiciando o favorável funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

2.2.2 As funções da informação no âmbito do mercado de capitais

As principais funções da informação no mercado de capitais podem ser enumeradas como as seguintes: propiciar a tomada de decisão dos investidores quanto à negociação ou à manutenção de valores mobiliários ofertados no mercado de capitais, favorecer a administração dos conflitos de agência, permitir a gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários, respaldar a fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais, possibilitar a responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários e garantir a manutenção da confiança dos investidores e potenciais investidores no mercado de capitais (PITTA, 2013, *passim*).

Desta forma, é por meio da difusão de informações, e seu respectivo regime jurídico, que o mercado de capitais opera a aproximação entre emissores de valores mobiliários e potenciais investidores, sendo ainda a divulgação informacional mais relevante em tal mercado, em comparação a outros, haja vista que o objeto de circulação, os valores mobiliários, são bens incorpóreos, que, por si, não transmitem informações sobre seu conteúdo, sendo necessário, para a devida avaliação de tal bem, informações de caráter inteiramente derivado, dependendo, assim, em larga medida, de dados em posse do emissor que possibilite a aferição razoável do objeto ofertado (COPOLA, 2013, p. 113).

O *disclosure*, portanto, possui funções primárias e basilares ao próprio funcionamento do mercado de valores mobiliários.

A necessidade de divulgação de informações tem por finalidade favorecer o cumprimento das funções gerais do *disclosure* empresarial, todavia a divulgação de determinadas informações pode ter objetivos que compreenderão uma função específica, inclusive em detrimento de um outro objetivo legal.

Desta forma, o regulador deverá compreender os mecanismos de atuação da divulgação informacional no mercado de capitais, para que possa manejar a regulação do mercado no intuito de harmonizar o *disclosure* em relação às funções precípua da informação, como acima indicadas, buscando não solapar certas funcionalidades informacionais em favorecimento de outras, devendo ter por parâmetro a concretização dos objetivos maiores do mercado de capitais: a transparência informacional, a segurança jurídica e a justiça nas relações existentes em tal mercado.

2.2.2.1 A tomada de decisão dos investidores quanto à negociação ou à manutenção de valores mobiliários

A função da informação referente à propiciação da tomada de decisão pelos investidores quanto à negociação ou à manutenção de valores mobiliários ofertados no mercado de capitais, em que pese não ser a única atribuição relevante do *disclosure* empresarial, é, no entanto, a mais evidenciada na legislação pátria e na atuação da CVM, sendo, portanto, a função a ser mais destacada neste trabalho.

Desta forma, Pitta (2013, p. 72) assim aduz acerca de tal funcionalidade no mercado de capitais:

Essa avaliação subsidia o processo de tomada de decisão dos investidores relativa à compra, venda ou manutenção de valores mobiliários (ou, ainda, alterações proporcionais na composição de sua carteira de investimentos), bem como com relação ao exercício de determinados direitos políticos e econômicos inerentes aos valores mobiliários por eles detidos. Em adição, a tomada de decisão informada de investimento faz com que as informações disponibilizadas sejam impostas aos respectivos preços dos valores mobiliários, que passaria a refletir, então, as informações disponíveis a seu respeito e, conseqüentemente, sua correta avaliação econômica, promovendo a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

Assim, entendendo-se a dinâmica do mercado de capitais, do qual as empresas se utilizam para ofertar seus valores mobiliários ao público – isto é, a uma ampla gama de potenciais investidores –, fácil compreender a importância da função ora

comentada¹⁸, haja vista que, para que os potenciais investidores (assimetricamente informados quanto aos dados da empresa, em comparação com os administradores e sócios controladores) possam exercer seu juízo de valor quanto ao interesse em negociar com um valor mobiliário ofertado por dada companhia, há que se tomar conhecimento acerca de diversas informações relacionadas ao empreendimento e aos agentes que estão executando a atividade empresarial, como aquelas relacionadas às condições comerciais, econômicas, societárias, jurídico-processuais, contábeis, financeiras, fiscais, dentre outros dados relevantes à apreciação valorativa dos valores mobiliários emitidos.

Mesmo que tal função seja essencial ao próprio conceito de *disclosure* empresarial, não deve ser tomada com a única função – ou a função preferencial absoluta – do regime de transparência informacional: como já falado, as demais funções exercem importância condigna para manutenção do escoreito e do harmonioso funcionamento do mercado de capitais¹⁹.

O modo mais direto e tradicional²⁰ de cumprimento da função ora comentada é por intermédio da divulgação periódica das informações financeiras da companhia e, por isso, como será visto em seção pertinente, o legislador pátrio se debruçou de forma mais detalhada acerca da regulamentação desta referida matéria, evidenciando ainda mais sua relevância jurídica.

2.2.2.2 A administração dos conflitos de agência

¹⁸ Murcia (2009, p. 5), comentando acerca da importância da qualidade e da transparência das informações contábeis para a credibilidade do mercado de capitais como um todo, assim afirma: “De acordo com Artur Levitt (1988, p. 80), ex-presidente da *Securities Exchange Commission* (SEC), ‘o sucesso de um mercado de capitais é diretamente dependente da qualidade das normas contábeis e do *disclosure*, pois esses fornecem confiança aos investidores de que as demonstrações contábeis são confiáveis’. Logo, percebe-se que a integridade do *disclosure* corporativo é o coração para o bom funcionamento do mercado de capitais, à medida que fornece confiança ao investidor”.

¹⁹ “A informação neste contexto é significativa quando possibilita aos analistas e investidores entenderem a empresa o bastante para tomarem uma decisão de investimento ou fazerem uma recomendação que prove ser precisa em termos de desempenho futuro da empresa. Por isso a análise fundamentalista é reconhecida como a estratégia que indica o ‘porque’ de comprar determinada ação, diferentemente da análise técnica que indica ‘quando’ comprar uma ação” (LOPES; VALENTIM, 2008, p. 101).

²⁰ “*Underlying the disclosure requirements of the 1934 [Securities Exchange] act is the belief that required disclosure of financial data is necessary for the fair and efficient operation of capital markets. The SEC’s 1969 Wheat Report (and most other writings on the subject) views disclosure as necessary to (1) prevent financial manipulation and (2) provide investors and speculators with enough information to enable them to arrive at their own rational decisions (Wheat Report, p. 10). Perhaps even more important is the concept of ‘fairness’, the belief that all investors, big and small, insiders and outsiders, should have equal access to relevant information*” (BENSTON, 2010, p. 69).

Os conflitos de agência se caracterizam pela existência de uma relação entre um sujeito ou grupo de sujeitos (denominados de “principal”) que delegam a terceiros (os “agentes”) a administração de interesses próprios, como é o caso da delegação de poderes de administração empresarial dos sócios de uma sociedade empresária ao administradores de tal sociedade²¹, do que pode surgir conflitos entre os interesses do principal e dos agentes, que, muitas vezes, poderão estar desalinhados, ocasionando – para impedir a ocorrência de prejuízos entre as partes – custos referentes à gestão e à fiscalização de tais conflitos na relação.

Num regime de não divulgação de informações, os “principais” seriam compelidos a envidarem esforços, por si, para angariarem as informações concernentes às atividades dos “agentes”, que, na administração ou no controle da companhia, poderiam dificultar o tráfego de informações da empresa, em prejuízo aos “principais” e, igualmente, à própria companhia.

O mecanismo de *disclosure* empresarial, quando compele às companhias na divulgação de suas informações relevantes, possibilita aos “principais” monitorar a atividade dos “agentes” e o funcionamento da empresa, o que proporciona a melhor gestão da relação entre sócios e administradores da empresa e sócios minoritários e controladores da companhia, diminuindo, portanto, os custos de agência.

Ademais, no que tange aos riscos envolvidos na atividade empresarial, o interesse dos “agentes”, muitas vezes voltados a obter retornos imediatos, haja vista a comum existência de recompensas monetárias aos administradores que alcancem incrementos na situação financeira imediata da companhia – ou, no caso do acionista controlador, na valorização de seus títulos a curto ou médio prazo –, pode estar desalinhado com os interesses de longo prazo dos “principais”. A circulação de informação, de forma ampla e correta, portanto, possui relevante importância para a

²¹ “Mais recentemente, as questões suscitadas pela *agency law* têm sido abordadas segundo a teoria econômica dos *agency costs*. Parte a teoria da premissa de que as exigências econômicas levam os sócios a delegar a terceiros a gestão da propriedade empresarial. Se essa delegação implica a redução de determinados custos sociais (estudo para adquirir o conhecimento técnico necessário para a boa condução da sociedade, tempo despendido na atividade de gestão, impossibilidade de diversificação dos investimentos em outras sociedades etc.), acarreta o surgimento de outros custos, consistentes na necessidade de constante fiscalização dos *agents*, de modo a verificar se atuam em linha com os interesses sociais (v.g., contratação de auditores independentes para a fiscalização das demonstrações financeiras, remuneração dos conselheiros fiscais, publicação das demonstrações financeiras etc.). Assim, os *agency costs* decorrem da tendência inevitável de o *agent* atuar, não no interesse do principal, mas em interesse próprio, o que exige a constante fiscalização de sua atividade e a concessão de incentivos, como atribuir aos administradores uma parcela dos lucros da empresa, de forma a alinhar seus interesses com os do principal” (MUNHOZ, 2002, p. 80-81).

impedir ou amenizar a ocorrência de tais desequilíbrios, que podem prejudicar gravemente a empresa e os interesses que a envolvem, como a proteção ao meio ambiente.

2.2.2.3 A gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários

Conforme trabalho seminal de Akerlof (1970, p. 499-500), a assimetria informacional existente nos mercados em geral (no caso do estudo de Akerlof, foi analisado o mercado de carros usados²²) estimula condutas abusivas e fraudulentas de certo agentes, que, em decorrência da falta de informações em tal mercado, intentam se beneficiar a custo de terceiros: no caso do mercado de capitais, a assimetria informacional propiciaria, via de regra, condutas danosas de ofertantes de valores mobiliários em detrimento de eventuais investidores, o que, caso tais condutas fossem generalizadas, poderia solapar o funcionamento do próprio mercado. Assim aduz Pitta (2013, p. 81), sobre o cenário de desinformação ou falta de confiança nas informações divulgadas:

[...] os investidores tendem a aplicar descontos relativamente uniformes nos preços de todos os valores mobiliários negociados, em face da dificuldade de obterem comprometimentos críveis sobre suas reais qualidades e características, causando, assim, uma seleção adversa dos emissores cujos empreendimentos constituem uma boa oportunidade de investimento. Nesse sentido, o regime de *disclosure* constitui um bom elemento de sinalização acerca da qualidade dos emissores.

A divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais, portanto, passa a impedir o problema da assimetria informacional e a potencial seleção adversa de ofertantes, isto é, impede que a falta de transparência fomenta o mercado para agentes inescrupulosos e, por conseguinte, evita com que agentes sérios – pela dificuldade de penetração de eventuais ofertantes duvidosos – sejam prejudicados pelos descontos que seriam dados pelos potenciais investidores na aquisição de

²² “G. Akerlof em trabalho clássico analisa o fenômeno da seleção adversa como problema no mercado de móveis usados (AKERLOF, 1970, pp. 488-500), demonstrando que existe uma assimetria de informações entre vendedores e compradores, uma vez que os primeiros possuem mais informações acerca da qualidade do carro. Dessa forma, carros bons ou ruins deverão ser vendidos pelo mesmo preço ante a impossibilidade do comprador de diferenciar um bom e mau carro usado. Não obstante, é notório que um carro novo deva valer mais que um carro usado” (CURY; MENDES, 2015, p. 403).

valores mobiliários em um ambiente mais arriscado e inseguro, fazendo, assim, que o próprio mercado de capitais subsista em bases razoáveis.

O sistema de divulgação informacional oportuniza a manutenção de um padrão de transparência benéfico à segurança geral do mercado, atraindo um maior afluxo de capitais aos títulos ali ofertados, proporcionando, também, maiores parâmetros de governança corporativa daqueles interessados em ofertar seus valores mobiliários.

2.2.2.4 A fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais

As informações prestadas pelas companhias no âmbito do mercado de capitais são utilizadas não só pelos investidores ou potenciais investidores, são também empregadas pelos entes responsáveis na fiscalização e na regulação, ou na autorregulação, do mercado de valores mobiliários, exercendo o *disclosure*, portanto, grande importância na obtenção de dados acerca da atividade empresarial para o constante exercício das atribuições de tais entidades, especialmente no que tange à fiscalização do mercado.

Muito embora tais entes públicos responsáveis pela fiscalização e regulação do mercado, especialmente a CVM, possuam autoridade para angariação de tais informações diretamente das companhias, o mecanismo de *disclosure* possibilita a realização de tal desiderato com menor custo e burocracia, sendo um importante redutor dos custos da atividade regulatória, o que favorece os próprios agentes participantes do mercado de valores mobiliários (PITTA, 2013, p. 83).

Ademais, as informações divulgadas pelas companhias também auxiliam a edição e a modificação da regulamentação pertinente ao mercado de capitais, considerando que tais dados são utilizados pelos entes reguladores e autorreguladores para aferição do comportamento do mercado em relação às normas regulamentares expedidas, funcionando como um termômetro da atividade regulatória.

Esta função, em relação à divulgação quanto aos riscos ambientais do empreendimento, reveste-se de especial importância, haja vista que será com o cumprimento de tal divulgação informacional que tanto os mecanismos de regulação (como a atuação da CVM) quanto os de autorregulação (como a pressão de

acionistas²³, a obrigatoriedade de parâmetros ambientais mínimos expedidos pelas bolsas de valores no qual os títulos são ofertados ou por outras entidades das quais as companhias sejam associadas) poderão exercer a incumbência de fiscalização e de coação em relação às companhias que descumprem as metas e regras de governança.

2.2.2.5 Segurança quanto ao regime de responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários

O regime de divulgação de informações oportuniza, igualmente, a existência de maior segurança e delimitação quanto à responsabilização das empresas participantes do mercado de capitais e de seus agentes (controladores e administradores, por exemplo), haja vista que a regulamentação acerca do *disclosure* empresarial descortinará quais as informações devem ser difundidas ao público e o modo e a qualidade de sua divulgação, possibilitando estabelecer limites entre os atos omissivos dos agentes e aquelas cumpridoras das normas de *disclosure*.

Tal função proporciona segurança ao sistema, já que os agentes utilizadores do mercado de capitais, especialmente empresas ofertantes de valores mobiliários, terão condições de debelar alegações de omissão ou negligência informacional, muitas vezes realizadas em bases sumamente subjetivos, servindo a regulamentação de limites claros para aferição do cumprimento ou não destas responsabilidades.

Interessante notar que, ao longo do tempo, com a prática empresarial, muitos agentes, detentores de obrigações informacionais para com o mercado, passaram a divulgar informações mais no intuito de escapar a eventuais responsabilizações do que no interesse de realmente informar seus investidores ou potenciais investidores (CURY; MENDES, 2015, p. 403). Sobre tal prática, Paredes (2003, p. 429) faz importante colocação: “*Anecdotally, lawyers have suggested to me that companies often disclose information not to better inform investors, but to reduce the risk of liability for omitting a material fact or disclosing a ‘half truth’*”.

²³ Recentes matérias jornalísticas demonstram a existência, cada vez maior, de forte pressão de acionistas, especialmente acionistas institucionais, como fundos de investimento e fundos de pensão, acerca do cumprimento de metas ambientais e implemento de regras mais propícias à proteção do meio ambiente, inclusive descartando investimentos em empresas que demonstrem não se pautar por um exercício empresarial satisfatório em nível ecológico: vide ADACHI, 2019 e PEREIRA, 2021.

Deve-se alertar para tais práticas que visam apenas a isenção de responsabilização dos agentes de mercado, ponderando-se acerca da real importância, da qualidade e do cabimento destas informações divulgadas: não importa apenas expor dados genéricos, o regime de *disclosure* é caracterizado pela pertinência, clareza e utilidade das informações prestadas, sob pena de se cometer uma verdadeira desinformação por via do excesso de publicização de dados desconexos, triviais ou impertinentes. A responsabilização por falha no cumprimento do dever de transparência também subsiste em tais casos²⁴.

Da mesma forma, a mera divulgação genérica e vaga dos riscos quanto aos diversos aspectos da atividade empresarial das ofertantes de valores mobiliários, no intuito de isenção de responsabilidade das empresas, deve ser visto de forma crítica, considerando que as informações a serem divulgadas devem poder, por si, impactar razoavelmente na decisão racional dos potenciais investidores, servindo de base ao cumprimento da primeira função acima exposta, ou ser relevante para as demais funções informacionais, do contrário, havendo divulgação materialmente vazia, há possibilidade de responsabilização do agente.

2.2.2.6 Manutenção da confiança no mercado de capitais aos investidores e potenciais investidores

A confiança é uma importante base de sustentação e de desenvolvimento do mercado de capitais, sendo certo afirmar que, sem a confiança de seus participantes e potenciais partícipes, o mercado de valores mobiliários não se pode desenvolver, à mingua de segurança na disponibilização de capitais pelos investidores (PITTA, 2013, p. 77).

Considerando o propósito do mercado de capitais, isto é, de ser um ambiente de alocação de recursos entre poupadores e investidores para o setor produtivo, há

²⁴ “Adicionalmente, é evidente que o regime de responsabilidade decorrente do sistema de divulgação de informações aplicável às companhias abertas brasileiras pode ser fragilizado pela opacidade de determinadas informações (como, por exemplo, os fatores de risco), que acabam por atuar como limitadoras da responsabilidade das companhias, ofertantes e instituições intermediárias, conforme o caso. A divulgação de informações de modo amplo e opaco (flagrantemente importadas das práticas norte-americanas de divulgação de informações nas ofertas públicas de distribuição, em decorrência da rigidez do regime de responsabilidade vigente naquele país), de modo a mitigar a responsabilidade a ela associada leva, materialmente, a um esvaziamento de parte do regime de responsabilidade ao qual estão sujeitos, tornando o conjunto de informações disponibilizadas, por exemplo, por meio do prospecto e do Formulário de Referência, sob essa perspectiva, mais uma ferramenta de proteção aos responsáveis pelas ofertas do que dos investidores” (PITTA, 2013, p. 320-321).

que se denotar que, para a realização de tal destinação patrimonial, os investidores necessitam confiar na organização e na segurança jurídica do mercado de valores mobiliários, fatores que diminuem o risco da malversação dos capitais investidos. Assim, o regime informacional intenta dificultar a utilização do mercado de capitais de forma inescrupulosa, permitindo a ampla fiscalização dos emissores de valores mobiliários pelos investidores, a responsabilização dos agentes faltosos, o gerenciamento dos conflitos de agência, dentre outras funções além das aqui citadas.

Verifica-se, desta forma, que o cumprimento regular das várias atribuições oriundas do regime de *disclosure* gera, em si, um importante objetivo: a manutenção e o acréscimo de confiança dos investidores em relação ao próprio mercado de capitais²⁵.

2.3 O dever de informação e sua regulação no ordenamento jurídico brasileiro

O mercado de capitais brasileiro, assim, espelhando-se nos demais mercados mundiais, possui detalhada regulamentação quanto à divulgação obrigatória²⁶ de informações pelos participantes do mercado de valores mobiliários, como um dos aspectos mais relevantes de sua sistemática legal.

Os objetivos principais da regulamentação em relação ao *disclosure* obrigatório dizem respeito à ampla divulgação, de forma clara, de informações relevantes e úteis aos seus usuários, possibilitando a tempestiva e esclarecida tomada de decisão pelo

²⁵ “O mercado de capitais brasileiro se desenvolve na medida em que a confiança dos investidores aumenta, isso porque a divulgação de informações de forma transparente e aberta reduz o grau de incerteza e amplia a atratividade dos investidores pelas empresas. [...] Nesse sentido, considera-se que o mercado, quanto mais bem informado, mais se tornará capacitado a atribuir um valor justo às ações das empresas. Estimulado pelas informações disponibilizadas, cada investidor atuará de acordo com sua perspectiva e interpretação. Sendo assim, é fundamental que haja a gestão estratégica da informação, visto ser determinante para a maioria dos casos que envolvem oscilação de preços de ativos negociados em bolsas de valores” (LOPES; VALENTIM, 2008, p. 104-105).

²⁶ Em adição ao *disclosure* obrigatório, há o *disclosure* voluntário, assim caracterizado por Murcia (2009, p. 48-49): “O *disclosure* voluntário é o *disclosure* que excede o que é recomendado pela lei e representa uma escolha livre (*free choice*) por parte dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo decisório dos usuários (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Segundo Lanzana (2004), trata-se de uma importante ferramenta de diferenciação, já que possibilita às empresas fornecer informações acerca de seu desempenho, estratégia, visão de mercado, programas de investimento etc. [...] Nesse contexto, o *disclosure* obrigatório é mais confiável que o *disclosure* voluntário, contudo tende a ser menos tempestivo, sendo que a credibilidade desse último depende dos incentivos que o gestor possui no momento da divulgação (GIGLER; HEMMER, 1998).”.

investidores ou potenciais investidores, além do cumprimento das diversas outras funções do *disclosure*, conforme analisadas no tópico anterior²⁷.

O mercado de valores mobiliários, pelas suas peculiares características – isto é, os grandes valores envolvidos (canalização da poupança popular) e a sua importância para a economia nacional e mundial, além da existência de considerável assimetria informacional ocasionada pela natureza incorpórea dos próprios valores mobiliários ofertados, do que advém a necessidade de divulgação informacional de forma quase completamente derivada em relação ao objeto ofertado – possui um dos mais extensos arcabouços regulatórios para disciplinar a produção, organização e divulgação de informações (COPOLA, 2013, p. 163), sendo essencial, para fins deste trabalho, a análise de pontos fundamentais desta estrutura de regulação informacional²⁸.

Assim, sendo a assimetria informacional a falha de mercado “por excelência” que paira sobre o mercado de capitais, a regulação é considerada como importante mecanismo para solucionar tal anomalia, do que decorre a criação de normas obrigando os agentes econômicos a publicarem diversas informações reputadas como importantes para manutenção da transparência em tal ambiente (ROSA, 2012, p. 26), objetivando a consecução das várias funções inerentes ao sistema informacional, como visto acima.

2.3.1 A regulação do mercado de valores mobiliários

A normatização do *disclosure* empresarial obrigatório, numa visão ampla, como visto no tópico pertinente acima, tem seu desenvolvimento histórico vinculado à disciplina legal das sociedades empresárias e, posteriormente, à regulação do mercado financeiro.

²⁷ “Nesse sentido aponta a Nota Explicativa nº 28 à Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984: ‘O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão utilizar-se de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários’” (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 235).

²⁸ “A noção de regulação está associada à atividade de formulação e imposição de regras organizadoras e limitadoras do desenvolvimento de determinada atividade, constituindo, tradicionalmente, típico mecanismo de intervenção do Estado na ordem econômica, não obstante possa surgir, também, de modo privado, a partir da iniciativa dos agentes econômicos que exercem a própria atividade objeto da regulação” (PITTA, 2013, p. 20).

Conforme detalhado anteriormente, na esteira das novidades legislativas da década de 1960, foi sancionada a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que assentou as bases do Sistema Financeiro Nacional, também criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, e a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei nº 4.728/1965), que tratou de disciplinar o mercado de capitais brasileiro, sendo conhecida como Lei do Mercado de Capitais.

Esta legislação foi importante passo na regulamentação do mercado de valores mobiliários, pois alicerçou os princípios e os fundamentos básicos de tal ambiente jurídico, dentre os quais o dever de divulgação de informações. Verifica-se tal intuito já no artigo 20²⁹ da Lei nº 4.728/1965, que enumera suas finalidades. Os artigos 20³⁰ e 21³¹ da mencionada lei também regulam o *disclosure*, especialmente no âmbito da emissão de títulos e valores mobiliários.

Apesar de um consequente crescimento da atividade no mercado de capitais após o sancionamento da Lei nº 4.728/1965, o Brasil passou, logo no início da década de 1970, por grave crise inflacionária, do que decorreu uma bolha nas bolsas de valores em 1971 e, por conseguinte, grave queda das cotações nos títulos e valores mobiliários ofertados, afastando os investidores do ainda incipiente mercado bursátil brasileiro (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2009, p. 13).

Como resposta a tal situação, foram sancionadas duas leis: a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei nº 6.385/1976), que, além de incrementar a regulação do mercado de capitais, criou, nos moldes da SEC norte-americana, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei nº 6.404/1976), que estabeleceu o novo estatuto das sociedades por ações.

²⁹ “Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: [...] II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas [...]” (BRASIL, 1965).

³⁰ “Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a: I - informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial; II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro; III - casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro” (BRASIL, 1965).

³¹ “Art. 21. Nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central” (BRASIL, 1965).

A Lei nº 6.385/1976, estabelecendo os objetivos da CVM, em seu artigo 4º³² dispõe acerca da essencialidade da divulgação informacional, visando a cumprir a funcionalidade do *disclosure* quanto à tomada de decisão de investidores e potenciais investidores e o impedimento de ocorrências de fraudes. Enumerando, em seu artigo 2º, os valores mobiliários sujeitos ao regime legal, a lei obrigou que a emissões de tais títulos fossem registradas perante a CVM, possibilitando, assim, o devido cumprimento de todas as obrigações legais pelos ofertantes, especialmente no que tange ao *disclosure*.

Já a Lei nº 6.404/1976, disciplinando as sociedades anônimas, trata, no artigo 157³³, que aborda o importante dever societário de informar – que, no âmbito do mercado de capitais, é consubstanciando na divulgação das informações ao público –, impõe, às sociedades anônimas de capital aberto, o regime de divulgação obrigatória e periódica de informações relevantes, obrigando ao cumprimento da regulamentação editada pela CVM.

Desta forma, verifica-se que a legislação que rege o mercado de capitais e as sociedades anônimas é, de forma sistemática, clara quanto à adoção do regime de *disclosure* obrigatório para a inserção das empresas no mercado de valores mobiliários, passando à CVM³⁴ a regulamentação minuciosa de tal dever e a fiscalização do cumprimento destas regras.

³² “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;” (BRASIL, 1976a).

³³ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. [...] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. [...] § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia” (BRASIL, 1976b).

³⁴ “De outra banda, a competência para emitir regras abstratas e gerais está, por excelência, contida na função normativa da CVM. Não que esta seja a única das funções a ter como produto uma norma jurídica, nem mesmo que seu único produto seja uma regra abstrata e geral. Apenas salientamos tratar-

2.3.2 Regulamentação do *disclosure* obrigatório pela CVM e o sistema de registro de oferta de valores mobiliários

A CVM, no exercício de seu poder normativo (ROSA, 2012, p. 83-84), editou diversas instruções acerca da divulgação de informações no mercado de capitais, destinadas ao registro das companhias abertas³⁵ e dos demais agentes ofertantes e à disciplina das ofertas de valores mobiliários em tal mercado, regulamentando a sistemática de *disclosure* estabelecida pela leis federais acima analisadas.

Com base nos artigos 19, 20 e 21 da Lei nº 6.385/1976, a CVM editou várias normas estabelecendo um sistema de registro obrigatório tanto para as companhias interessadas em negociar seus títulos em bolsa de valores ou mercado de balcão, quanto para as ofertas públicas de valores mobiliários, além de impor um regime de divulgação de fatos relevantes que possam influenciar ponderavelmente a situação dos títulos ofertados, conforme será analisado detidamente abaixo. Desta forma, tem-se, como os três principais pilares do regime informacional, o registro do emissor de títulos, o registro da oferta de valores mobiliários e a obrigação de divulgação de fatos relevantes pelos emissores.

Pontuando-se os sistemas de registro, passa-se à análise das normas mais importantes expedidas pelas CVM no que tange ao *disclosure*, considerando, especialmente, a abrangência e profundidade das obrigações instituídas, sendo elas a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (Instrução CVM nº 480/2009) – atualmente revogada, com sua matéria disciplinada na Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 (Resolução CVM nº 80/2022), consoante alterada pela Resolução CVM nº 87, de 31 de março de 2022³⁶ –, a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro

se de função comumente abordada como o poder normativo da CVM para emitir regras abstratas e gerais, tanto no sentido de explicitar regras legais, quanto no sentido de regular situações não previstas na lei. Como exemplo, tem-se as instruções da CVM. Além dessas regras abstratas e gerais, a função normativa também é incumbida de emitir soluções para casos específicos a requerimento dos agentes do mercado ou investidores. São, nos termos da Deliberação CVM no. 1/1978, os chamados ‘pareceres’. Tratam-se, pelo prisma normativo, de regras concretas e individuais” (ROSA, 2012, p. 101).

³⁵ A companhia aberta, no conceito adotado pelo art. 4º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), e pelo art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), é aquela que tem seus títulos admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, como, mas não se limitando, ações negociadas na bolsa de valores.

³⁶ A Resolução CVM nº 87, de 31 de março de 2022, republicou a Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021, incluindo na nova Resolução CVM nº 80/2022 as modificações já anteriormente implementadas pela referida Resolução CVM nº 59/2021 na Instrução CVM nº 480/2009.

de 2003 (Instrução CVM nº 400/2003) e a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (Instrução CVM nº 358/2002) – atualmente revogada, com sua matéria disciplinada na Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (Resolução CVM nº 44/2021).

A Resolução CVM nº 80/2022 (que substituiu a Instrução CVM nº 480/2009)³⁷ regulamenta o registro de emissores de valores mobiliários e institui diversas regras atinentes à divulgação, periódica ou eventual, de informações, a ser compulsoriamente realizada pelas companhias que pretendam emitir publicamente os seus valores mobiliários, inclusive apontado penalidades aos infratores destas obrigações.

Desta forma, a Resolução CVM nº 80/2022 estabelece, além das regras de divulgação das demonstrações financeiras e sua forma (aspecto mais tradicional do regime de transparência empresarial), um importante mecanismo de *disclosure*, consubstanciado no formulário de referência (cujo modelo é apresentado no Anexo C da citada resolução³⁸, anterior Anexo 24 da referida Instrução CVM nº 480/2009), que abrange a necessidade de divulgação de diversos tipos de informação, de modo a tornar transparente os vários aspectos da atividade empresarial, como seu modo de organização, os riscos envolvidos na atividade (inclusive ambientais, sociais e de governança), sua estrutura de capital, seus dados contábeis e financeiros, dentre outros elementos importantes.

Neste sentido, a Resolução CVM nº 80/2022 define as regras pertinentes, dentro da sistemática de registro instituído no âmbito do mercado de capitais, à documentação e à publicidade das informações referentes aos agentes que pretendam ofertar seus títulos à negociação no mercado, consolidando tais informações em um só documento – o formulário de referência, acima descrito –, estipulando a obrigação de sua atualização periódica, facilitando, desta forma, a análise, pelos interessados, acerca da situação da companhia em diversas vertentes: há, assim, uma centralização das informações relevantes do emissor, facilitando o acesso dos eventuais usuários.

³⁷ Ao longo deste trabalho, as referências à Resolução CVM nº 80/2022 consideram esta norma com as alterações decorrentes da Resolução CVM nº 87/2022, que republicou a Resolução CVM nº 59/2021, especialmente no que tange ao anexo do formulário de referência.

³⁸ O formulário de referência se encontra em sua versão mais atualizada no Anexo A da Resolução CVM nº 87/2022, que modificou completamente o Anexo C da Resolução CVM nº 80/2022, retornando ao modelo do Anexo A da anterior Resolução CVM nº 59/2021.

A Instrução CVM nº 400/2003, por seu turno, dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários³⁹ nos mercados primário ou secundário⁴⁰, instituindo, como instrumento maior para consecução de seus objetivos informacionais, o documento denominado de prospecto. Tal instrução, desta forma, regulamenta o artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, que estabelece que não poderá haver a distribuição, no mercado de capitais, de nenhum valor mobiliário emitido publicamente sem a efetuação do devido registro, disciplinando o conteúdo informacional necessário para que ocorra a válida distribuição dos títulos ao público.

A Instrução CVM nº 400/2003 caracteriza o prospecto como documento central em relação às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, haja vista que abrange boa parte do conteúdo informacional obrigatório para a aceitação do registro da oferta⁴¹. Ademais, a referida instrução aponta que tal oferta deve sempre ser intermediada por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, sob pena de cometimento de falta grave, por via de um negócio jurídico denominado *underwriting* (EIZIRIK et al., 2011, p. 179). O *underwriter*, ou intermediário, presta relevante papel na análise e na confirmação da situação jurídico-econômica da empresa emissora, inclusive sendo responsável pela higidez das informações divulgadas pela emissora acerca da oferta⁴², sendo este mais um mecanismo de proteção informacional aos investidores.

³⁹ “Note-se que os elementos objetivos elencados no § 3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003 são exemplificativos. Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública” (EIZIRIK et al., 2011, p. 151).

⁴⁰ “O mercado primário caracteriza-se pela negociação de valores mobiliários provenientes de novas emissões diretamente entre a companhia emissora e os subscritores. [...] No mercado secundário, os valores mobiliários poderiam, em tese, ser negociados diretamente entre investidores ou por intermédio de instituições financeiras que os representem. No entanto, a negociação direta normalmente acarreta inúmeras dificuldades, tais como a de se encontrar outros investidores interessados em negociar com determinado valor mobiliário, a de se estabelecer o valor da operação e de se assegurar formas eficientes e seguras de se garantir a sua liquidação. As bolsas e entidades de mercado de balcão organizado exercem esse papel de facilitar as negociações no mercado secundário [...]” (EIZIRIK et al., 2011, p. 209-210).

⁴¹ “A ICVM 400 define o prospecto como o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição intermediária líder da distribuição e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente sua decisão de investimento” (PITTA, 2013, p. 204-205).

⁴² “Em vista disso, o *underwriter*, dada a posição especializada que ocupa no processo de distribuição pública, também é, assim como o ofertante, seus administradores e acionistas controladores, responsável pela prestação das informações relevantes sobre as atividades da companhia emissora e sobre as características essenciais dos valores mobiliários oferecidos para o público. Com efeito, o *underwriter* é co-responsável pelas informações divulgadas ao mercado, competindo-lhe revisar as informações disponibilizadas pela companhia emissora e certificar-se de sua veracidade, acuidade e suficiência” (EIZIRIK et al., 2011, p. 193).

Importante pontuar que, após o advento da Instrução CVM nº 480/2009, ocorreu uma mudança na sistemática de registro dos emissores e das ofertas públicas de valores mobiliários emitidos, considerando que o formulário de referência passou a conter diversas informações relevantes pertinentes ao emissor, que habitualmente preenchem boa parte dos prospectos de ofertas de valores mobiliários; assim, tais informações passaram a ser mencionadas por citação ao formulário de referência, que deve ser devidamente atualizado pelo emissor periodicamente (PITTA, 2013, p. 205-206), o que possibilita uma maior agilidade de realização de novas ofertas públicas e facilita a análise da oferta pelos eventuais investidores.

Abrangendo outro aspecto regulatório, a Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002) tem por finalidade disciplinar a divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes para a companhia emissora que possam influenciar, de modo ponderável, a cotação dos valores mobiliários da companhia e a decisão dos investidores em relação à negociação de tais títulos. Ademais, a referida resolução também regulamenta a utilização de informações relativas a atos ou fatos relevantes antes de sua divulgação, impedindo que certos agentes (*insiders*), pela sua posição perante a emissora, locupletem-se indevidamente com a atualização de dados ainda não divulgados, por via da prática ilícita denominada de *insider trading* (uso indevido de informações privilegiadas).

Verifica-se, conforme será visto de forma mais detalhada adiante, que tais normas visam cumprir as diversas funções da divulgação informacional acima abordadas, especialmente quanto à atribuição de proteção do investidor na tomada de decisão racional e embasada.

Por fim, importante destacar a existência de outras normas editadas pela CVM objetivando regulamentar o regime informacional, além de destacar a função fiscalizatória e sancionatória da CVM, que, em caso de comprovação de descumprimento das normas regulamentares acerca do *disclosure*, poderá impor sanções aos agentes faltosos, como multa ou suspensão do direito de participar do mercado de capitais.

A ampla normatização da CVM acerca do dever informacional é imbuída do intuito de cumprir, em especial, a função de auxiliar na tomada de decisão dos investidores, mas também possui dispositivos que atestam sua finalidade de satisfazer as demais atribuições do regime de divulgação informacional, como corolário da transparência, valor regente das relações jurídico-empresariais.

2.4 A transparência quanto aos riscos empresariais e o princípio da proteção ambiental

A transparência quanto às informações pertinentes aos agentes que pretendem se utilizar da poupança popular e aos respectivos valores mobiliários distribuídos ao público se fundamenta nos diversos objetivos ligados à própria existência do mercado de capitais e no seu funcionamento hábil, seguro e justo, exercendo as diversas funções relevantes que a comunicação informacional possui para o mercado, consoante analisado acima.

O princípio do *full disclosure* – segundo o qual as empresas devem manter um alto nível de transparência quanto às suas informações relevantes – mostra-se, portanto, basilar à manutenção e ao desenvolvimento dos mercados de capitais atuais, devendo-se investigar, para a melhor análise das ferramentas de regulamentação informacional, as obrigações jurídicas de divulgação dos fatores de risco das atividades empresariais das companhias abertas.

Necessário adentrar, deste modo, na exploração do *disclosure* obrigatório quanto aos riscos ambientais decorrentes das atividades empresariais exercidas pelas emissoras de valores mobiliários.

2.4.1 Os riscos empresariais, a incerteza do mercado e a proteção do investidor

A palavra “risco” remonta, em uma de suas definições etimológicas, à origem italiana do vocábulo “*risicare* ou *rischiare*, que significa ‘ousar’, ‘aventurar-se’” (MORAES, 2011, p. 37), que remete ao período inicial das navegações marítimas na época renascentista, sendo utilizada para designar um infortúnio advindo de ato natural ou divino, isto é, independente da vontade humana (MORAES, 2011, p. 37). Assim, um cenário de risco exprime a ideia de possibilidade de desfecho desfavorável ao curso de uma ação ou omissão. O conceito de “risco”, portanto, é ínsito à noção de tomada de decisão, já que não são possíveis a previsão e o controle, pelo homem, de todas as consequências de suas ações: não há decisão sem risco.

Da atividade empresarial – sendo esta a atividade exercida, com finalidade lucrativa, na alocação e na organização de capital e de trabalho para a produção de produtos ou para a prestação de serviços – decorre, por sua natureza, diversos tipos

de riscos de variados graus, que devem ser considerados e conhecidos pelos potenciais investidores das companhias abertas, para que possam realizar a decisão de investimento de forma consciente. A informação permite, portanto, a fiscalização e a pressão em face dos dirigentes das companhias quanto aos níveis e tipos de riscos por elas incorridos, possibilitando, a médio e longo prazo, a melhor gestão ou eliminação de certo riscos⁴³.

Diante da miríade de riscos que a atividade empresarial está cercada, o sistema de divulgação compulsória de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários se presta, desta forma, a exercer duas importantes atribuições para a manutenção da confiança no mercado, conforme acima especificado: subsidiar a tomada de decisão dos investidores, possibilitando a ciência destes quanto, na maior medida possível, aos riscos da atuação da empresa emissora em suas áreas de atividade, e delimitar a responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários quanto às informações passíveis de publicização obrigatória, evitando-se a utilização do risco ínsito à atividade empresária – e, portanto, ínsito ao investimento no mercado de capitais – como alegação para o ressarcimento de qualquer perda advinda aos investidores.

Com a sistemática de divulgação obrigatória de diversas informações pertinentes aos riscos da atividade empresarial, permite-se, em tese, a tomada de conhecimento pelos investidores acerca da situação da empresa em diversas vertentes, de forma que as decisões de investimento em um dado valor mobiliário possam ser entendidas como ciência e anuência do investidor com os perigos relativos à atuação empresarial.

O Estado, em sua função regulatória e por via de uma atuação indireta nas escolhas individuais, visa a subsidiar os participantes do mercado de capitais quanto às “opções” de riscos a serem aderidos pelos investidores, evitando a atuação direta

⁴³ “No Brasil, a política de *disclosure* também tem sido aprimorada, especialmente quanto ao tempo da divulgação e a qualidade das informações. Atualmente, pode-se observar a regulação do mercado de capitais voltar-se com maior intensidade para o elemento risco, sua assunção e sua distribuição, e especialmente, sua correta divulgação por quem capta recursos junto ao público investidor. Destaque-se a recém-editada Instrução CVM nº 475/2008, mencionada no capítulo anterior, a qual dispôs sobre a apresentação, pelas companhias abertas, de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em balanço patrimonial, e sobre a divulgação do ‘quadro demonstrativo de análise de sensibilidade’” (TANJI, 2009, p. 83).

dos entes públicos na análise e na decisão de investimento, deixando o sopesamento do risco e do proveito aos agentes privados⁴⁴.

Desta forma, a divulgação informacional envolve claro interesse público, haja vista a necessidade de conhecimento e fiscalização, pelo investidores e demais interessados – acionistas minoritários, fornecedores, credores, funcionários, consumidores e a comunidade em geral (os denominados *stakeholders*) –, acerca dos riscos dos negócios empreendidos, especialmente quando tais contingências podem vir a afetar direito difuso fundamental, das atuais e futuras gerações, ao meio ambiente equilibrado (SARLET; FENSTERSEIFER, 2012, p. 144-145), conforme insculpido na Constituição Federal de 1988, em seu artigo 225⁴⁵.

Não só aos investidores no mercado de capitais interessa as informações divulgadas pelas companhias abertas. Como acima dito, as companhias possuem diversos outros feixes de interesses ligados às suas atividades, que necessitam de amparo por via da transparência informacional: aos acionistas minoritários, diante dos conflitos de agência existentes com o bloco controlador da companhia e/ou com a sua administração; aos credores e fornecedores, que buscam, cada vez mais, conhecer as contingências e os riscos – não só financeiros, mas também sociais e ambientais

⁴⁴ “L. LEÃES ressalta que quando da discussão acerca da orientação regulatória a ser adotada no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, os defensores do sistema de divulgação obrigatória de informações reputaram-no como uma antítese de uma abordagem intervencionista, pois, adotando-se o sistema sugerido, não caberia ao Estado intervir no mercado de valores mobiliários, mas apenas supervisionar a referida prestação de informações, permitindo, de modo geral, a livre atuação dos agentes no referido mercado. Entretanto, conforme apontado pelo referido autor, a ausência de uma intervenção direta do Estado no mercado de valores mobiliários não significa uma concessão às ideologias liberais, na medida em que a abordagem dos normativos norte-americanos reguladores do mercado de valores mobiliários representa uma clara técnica legal de dirigismo econômico, uma vez que *[n]uma economia concentrada, o Estado intervém, não apenas como elemento de atuação no processo econômico (...) mas também como agente normativo, impondo regras de conduta à vida econômica (...). Ora, como 'agente normativo', o Estado reproduz no seu desenvolvimento histórico, a passagem do Estado liberal para o Estado intervencionista e social, ampliando o seu papel de neutro mantenedor da ordem pública para o de promotor da ordem econômica e social. Assim, a polícia administrativa do mercado de valores, ainda que exercida segundo o sistema do 'full and fair disclosure', não deixa, na verdade, de inscrever-se como mecanismo de economia dirigida*” orientando-se “no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada não se faça sem a *'revelação total e honesta de informações'* ao mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo” (PITTA, 2013, p. 61, grifo no original).

⁴⁵ “Como perfeitamente assevera o professor Grau, inexistente proteção constitucional à ordem econômica que sacrifique o meio ambiente. Desenvolvimento econômico do Estado brasileiro subentende um aquecimento da atividade econômica dentro de uma política de uso sustentável dos recursos naturais, objetivando um aumento de qualidade de vida que não se reduz a um aumento do poder de consumo. Desenvolvimento econômico é garantia de um melhor nível de vida coordenada com equilíbrio na distribuição de renda e de condições de vida mais saudáveis. A medida de renda per capita não se mostra como o mais apropriado indicador do desenvolvimento econômico compreendido pela ordem econômica constitucional. O grau de desenvolvimento é aferido sobretudo pelas condições materiais de que dispõe uma população para o seu bem-estar” (DERANI, 2008, p. 226).

– das empresas com que possuem negócios; aos funcionários e aos consumidores, especialmente considerando o caráter de hipossuficiência de tais relações jurídicas; e a comunidade em geral, já que as atividades empresariais, mormente em larga escala, perpassam o mero interesse particular de seus agentes, podendo, como dito, impactar negativamente no meio ambiente.

Deste modo, a normatização do *disclosure* obrigatório, que teve seu desenvolvimento, como visto, vinculado à disciplina das sociedades empresárias e do mercado financeiro, sujeitou-se, inicialmente, à proteção dos acionistas minoritários, a quem deveria ser dado conhecer, de forma razoável, as condições financeiras e contábeis da sociedade investida, especialmente para o exercício do direito de participação nos resultados sociais.

A Lei nº 6.385/1976, tratando acerca do mercado de capitais, e a Lei nº 6.404/1976, disciplinando as sociedades anônimas em geral, consoante analisado em tópico acima, estabeleceram importantes regras impondo às companhias abertas o regime de divulgação obrigatória e periódica de informações relevantes, bem como o cumprimento da regulamentação editada pela CVM, abrangendo, igualmente, em tais normais protetivas, os demais interessados na atividade empresarial, incluindo-se aí, além dos sócios minoritários e os demais *stakeholders* citados acima, a comunidade na qual o empreendimento é estabelecido (confira-se o disposto no parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, que trata da responsabilidade dos acionistas controladores, na nota de rodapé 53 abaixo).

Com o enfoque cada vez maior do tema ambiental em diversas áreas e disciplinas, é necessário perquirir se o atual arcabouço normativo do regime informacional no ordenamento jurídico brasileiro abrange regras específicas relacionadas ao *disclosure* ambiental.

2.4.2 Aplicação do princípio da proteção ambiental no contexto do mercado de capitais

O debate acerca da proteção ao meio ambiente cresceu consideravelmente em importância nos últimos decênios nos foros de discussão doméstico e internacional, especialmente em decorrência da aceleração econômica em escala global, que incrementou o processo, ainda não terminado, de desenvolvimento transnacional de grandes conglomerados privados dos mais diversos setores (SILVESTRE FILHO;

FERREIRA, 2019, p. 20-23), daí decorrendo o acréscimo dos riscos ambientais, agora em patamares cada vez mais abrangentes.

Nesta esteira, o princípio constitucional da proteção ao meio ambiente – norma de caráter fundamental, cuja essencialidade vem sendo cada vez mais declarada e reconhecida, especialmente nas últimas três décadas, pela doutrina e pela jurisprudência pátrias⁴⁶ –, para sua plena eficácia, deve ser aplicado às mais diversas relações jurídicas existentes no ordenamento pátrio, especialmente àquelas potencialmente causadores de impactos ambientais, como é o caso da atividade econômica organizada.

Disso decorre a necessidade de maior atenção aos mecanismos jurídicos existentes no ordenamento jurídico privado brasileiro que possibilitem a concretização dos princípios fundamentais da Constituição de 1988 e dos objetivos do Estado. Em decorrência desta situação, a regulação do mercado de capitais foi projetada para buscar a máxima transparência dos atores deste mercado, possibilitando, como analisado, a tomada de decisão consciente dos potenciais investidores e a fiscalização das empresas pelos diversos *stakeholders* e pelos órgãos públicos (DE MARCO, 2010, p. 16).

Ocorre que, cada vez mais, a necessidade de transparência oriunda do dever de informação perpassa não só os dados meramente contábeis e financeiros das empresas, mas também outros aspectos que podem influenciar a atividade empresarial, analisada sob o prisma de sua função socioambiental, isto é, importando o dever de informar os fatos social ou ambientalmente relevantes decorrentes da atividade da empresa, inclusive todas as contingências negativas envolvendo os mais diversos âmbitos de atuação da companhia⁴⁷.

⁴⁶ “A primeira parte do art. 225, mais genérica, descreve um direito constitucional de todos, o que, apesar de não estar ele localizado no capítulo dos direitos e deveres individuais e coletivos, não afasta o seu conteúdo de direito fundamental. Este direito é explicitado como sendo simultaneamente um direito social e individual, pois deste direito de fruição ao meio ambiente ecologicamente equilibrado não advém nenhuma prerrogativa privada. Não é possível, em nome deste direito, apropriar-se individualmente de parcelas do meio ambiente para consumo privado. O caráter jurídico do “meio ambiente ecologicamente equilibrado” é de um bem de uso comum do povo. Assim, a realização individual deste direito fundamental está intrinsecamente ligada à sua realização social” (DERANI, 2008, p. 245).

⁴⁷ A função social e a função ambiental da propriedade (e, por conseguinte, da empresa) devem ser encaradas como funcionalidades distintas que focalizam em âmbitos protetivos diferentes, no caso, a função social busca a concretização da proteção dos direitos sociais e da finalidade social do direito de propriedade, já a função ambiental busca resguardar os deveres para com o meio ambiente de uma forma ampla (inclusive, há autores que discriminam, além destas duas funções, a função ecológica, que seria mais focada na proteção ao meio ambiente ecológico). Desta forma, há possibilidade de as duas funções se chocarem, como no caso da utilização da propriedade em favor da geração de

Daí a necessidade de se verificar a existência de ferramentas normativas, no direito brasileiro, que canalizem e intensifiquem o dever de maior transparência das empresas quanto aos riscos ambientais decorrentes da atuação empresarial.

Desta forma, a legislação e a regulamentação pertinente ao mercado de capitais devem ser interpretadas também sob o prisma do efetivação dos princípios basilares da Constituição Federal, como a defesa da livre iniciativa e o patrocínio do desenvolvimento econômico, bem como a proteção ambiental⁴⁸ e o princípio da solidariedade social, do que decorre, inclusive, a construção dos conceitos jurídicos de função socioambiental da propriedade e, por conseguinte, da empresa⁴⁹.

Assim, ao arcabouço jurídico do mercado de capitais também é direcionada a efetivação do princípio da proteção do meio ambiente. Em relação à regulação do mercado de valores mobiliários, tal efetivação se dá, de forma indireta, no que tange à necessidade de cumprimento de todas as normas ambientais, pelas companhias emissoras, pertinentes à execução das atividades da empresa, haja vista a obrigatoriedade de uma regular situação jurídica dos interessados para acessarem tal mercado.

Identifica-se no dever de divulgação de informação, portanto, um importante mecanismo de concretização direta do princípio de proteção ambiental no âmbito do mercado de capitais, haja vista que a maior publicização das informações pertinentes aos riscos ambientais decorrentes das atividades empreendidas pelas companhias

empregos, mas que, ao mesmo tempo, possibilita a ocorrência de poluição ou degradação ambiental em parâmetros elevados. Neste trabalho, portanto, o conceito de função socioambiental da propriedade ou da empresa deve ser tomado como expressão conjuntiva acerca das duas mencionadas funções (inclusive abrangendo a função ecológica), não se olvidando das diferenças entre cada uma das mencionadas funções. Sobre o tema, cf. Matias e Belchior, 2008, p. 1570-1572.

⁴⁸ “O direito fundamental de proteção ao meio ambiente constitui um verdadeiro limitador do direito de propriedade e da livre iniciativa, condicionando os agentes econômicos a realizarem comportamentos positivos e negativos para exercerem sua atividade. [...] Ao contrário, a Constituição também atribuiu à livre iniciativa o status de fundamento constitucional, garantindo a produção e circulação de riquezas. O objetivo é um desenvolvimento sustentável, limitando o exercício da livre iniciativa para atingir o equilíbrio entre o desenvolvimento e a sadia qualidade de vida” (PEIXOTO, 2014, p. 29).

⁴⁹ “Em verdade, compreende-se que a função social da propriedade repercute sobre a empresa no que se refere: (i) ao exercício da atividade empresarial, inclusive sobre os bens que compõem o estabelecimento empresarial; e (ii) ao exercício do direito de propriedade sobre as parcelas que compõem o capital social, ou seja, a propriedade de quotas e ações. [...] O empresário individual ou a sociedade empresária, como organização jurídica da empresa, sujeitos de direito e proprietários do acervo de bens direcionados ao exercício da atividade empresarial, através de seus controladores (majoritários) e/ou administradores, têm o dever de concretizar a função social da empresa, levando a que a atividade econômica empresarial seja realizada em sintonia com os padrões definidos pela ordem jurídica do mercado. Ao proprietário de parcelas do capital social, bens que se diferenciam dos direcionados à atividade empresarial e que não compõem o acervo da empresa, são imputados deveres em razão da função social que deve nortear o exercício dos direitos de propriedade sobre tais bens, exatamente o que se denomina de propriedade empresária” (MATIAS, 2009, p. 76-77).

possibilita a fiscalização, pelos *stakeholders* e pelos entes governamentais, do devido cumprimento das normas ambientais (regular situação jurídica da empresa, como acima dito), além de propiciar um ambiente de pressão, efetuada pelos interessados, para a implantação de melhorias quanto à performance ambiental das empresas e de possibilitar a criação de diferenciais ambientais entre as companhias (isto é, agregando valor intangível de longo prazo a tais empresas).

2.4.3 A função socioambiental das empresas e o mercado de capitais

Em desenvolvimento ao anterior paradigma da função da propriedade privada (e, por conseguinte, da empresa) como direito absoluto do proprietário particular em face de todas as demais pessoas e do Estado, passa-se, atualmente em nosso ordenamento legal, à preponderância jurídica da função socioambiental da empresa, sucedendo que o exercício da atividade econômica deva ser realizado resguardando-se os direitos dos diversos interessados envolvidos – mesmo que involuntariamente – no contexto empresarial⁵⁰, existindo, assim, não só um direito ao exercício da empresa, mas um poder-dever.

Ao longo das últimas décadas, verificou-se uma forte pressão da comunidade internacional, especialmente em decorrência de disfunções antropogênicas globais ao meio ambiente (como a deterioração da camada de ozônio e as mudanças climáticas ocasionadas pelo aquecimento global), para a adequação das atividades econômicas aos imperativos da proteção ecológica, formando-se, assim, a ideia de desenvolvimento sustentável⁵¹.

⁵⁰ “Manter a empresa em funcionamento implica na preservação do conjunto de relações que dela decorrem, configurando verdadeira proteção a uma miríade de interesses à empresa vinculados como, por exemplo, a manutenção dos empregos (resguardando o direito dos trabalhadores); a interação com a comunidade (resguardando o interesse de todo o ambiente social que circunda a empresa); a ampliação do abastecimento de bens e serviços (resguardando o interesse dos consumidores); a possibilidade de geração de recursos econômicos (resguardando o interesse dos credores), etc.” (MATIAS, 2009, p. 97).

⁵¹ “O conceito comumente utilizado para definir sustentabilidade é o proposto pelo Relatório de Brundtland (WCED, 1987, p. 16) como sendo a habilidade de “satisfazer as necessidades do presente sem comprometer a habilidade das gerações futuras satisfazerem suas próprias necessidades”. De maneira similar, desenvolvimento sustentável compreende um processo para se alcançar o desenvolvimento humano de maneira inclusiva, interligada, igualitária, prudente e segura (GLADWIN, KENNELLY, KRAUSE, 1995). De acordo com a Rede da ONU de Soluções para o Desenvolvimento Sustentável – SDSN (2013), o desenvolvimento sustentável somente será alcançado tratando-se holisticamente quatro dimensões da sociedade: desenvolvimento econômico, inclusão social, sustentabilidade ambiental e boa governança” (KAO, 2016, p. 32). Para uma crítica deste conceito de desenvolvimento sustentável, ou sustentabilidade, cf. Bosselmann, 2015, p. 63-64.

Diante de tal panorama, as regulamentações envolvendo os mercados de capitais procuram se adaptar para cumprir os anseios de desenvolvimento sustentável, buscando direcionar a atividade econômica ao cumprimento de sua função socioambiental.

Sob este prisma, depara-se, nos últimos anos, várias mudanças, especialmente no âmbito regulamentar da CVM, no que tange ao dever de prestação informacional pelas companhias, no intuito de se aprofundar o *disclosure* quanto às questões socioambientais⁵².

2.4.4 A divulgação de informações sobre os riscos empresariais e seus mecanismos jurídicos

O dever de publicização de informações das empresas, notadamente das companhias abertas, é objeto de diversas normas, legais e infralegais, consoante analisado, que impõem mecanismos cogentes de transparência às atividades empresariais das companhias por via de ferramentas distintas, mas complementares.

Como indicado, a Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 157, estabelece, sob a rubrica de “Dever de Informação”, regras aos administradores de companhias abertas no que tange a situações que demandam a transparência informacional para com os acionistas da sociedade.

Outros deveres informacionais também são verificados em demais dispositivos da mesma lei, como os artigos 176 e seguintes, que impõem, mesmo às companhias fechadas, a elaboração de demonstrações financeiras que possibilitem aos interessados uma análise abrangente da situação econômico-financeira da companhia, bem como os artigos 133 e 135, § 3º, que obrigam a divulgação aos acionistas, com antecedência, de documentos pertinentes às deliberações assembleares, e os artigos 116⁵³ e 117, que determinam aos acionistas controladores a fiel observância dos deveres legais, incluindo o de informação.

⁵² Recentemente, encontrou-se em aberto edital da CVM contendo proposta de mudança em sua Instrução CVM nº 480, com o objetivo de modificar o *disclosure* obrigatório quanto às informações ambientais das companhias abertas (cf. CVM, 2020a), que teve como consequência as alterações posteriores da referida norma, citadas neste trabalho em tópico pertinente.

⁵³ A redação do parágrafo único deste artigo é clara no sentido de que os dirigentes da companhia possuem o dever de resguardar os diversos interesses que circundam a sociedade empresária, abordando sua função social: “Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a

Ademais, considerando os interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos que cingem o mercado de capitais e que, rotineiramente, podem entrar em conflito com outros direito coletivos – como é o caso do direito fundamental ao meio ambiente equilibrado –, o legislador brasileiro também instituiu o mecanismo das ações populares no âmbito do mercado de valores mobiliários, por via da Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989⁵⁴, estabelecendo a CVM como colegitimada, em conjunto com o Ministério Público, para propor tais demandas.

A atividade empresarial, por se fundar na satisfação de necessidades alheias, subsiste apenas enquanto remanesce o seu mercado consumidor, havendo, assim, interesse das empresas em se conformarem às pressões do público⁵⁵, sendo, inclusive, o dever informacional quantos aos produtos e serviços ofertados no mercado um dos princípios basilares da Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor).

Importante e recente lei federal tratando da necessidade de transparência ambiental da atividade empresarial é a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Em seu artigo 8º, inciso IX, há a imposição de que as empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão divulgar anualmente relatório integrado ou de sustentabilidade, inclusive por via de divulgação em sítio eletrônico de forma permanente, como dispõe o parágrafo 4º.

comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (BRASIL, 1976b).

⁵⁴ “Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: [...] III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa” (BRASIL, 1989).

⁵⁵ “A primeira onda de pressão (chamada de Limites), ocorrida entre 1960 e 1987, foi marcada por uma onda de legislação ambiental, principalmente na Europa, levando a indústria a atuar em modo de compliance, encerrando o período como um marco importante do desenvolvimento sustentável (WCED, 1987). A segunda onda (nomeada de Verde) compreendeu o período de 1988 a 1991, na qual a ênfase era sobre questões relacionadas à destruição da camada de ozônio e da floresta tropical, levando ao consumismo verde. A terceira e última (globalização) começou em 1999 e surgiu diante de pressões sobre o papel dos Governos na promoção do desenvolvimento sustentável, fazendo com que a governança para a sustentabilidade passasse a compor a agenda global (ELKINGTON, 2006). O autor sugeriu ainda que em 2010 poderia culminar uma nova onda de forte pressão em consequência dos efeitos extremos das mudanças climáticas, na qual as organizações seriam alertadas sobre a urgente necessidade de rupturas estratégicas como forma de manterem-se competitivas, por meio de inovações, ou estagnadas em um conglomerado inerte às consequências ambientais e sociais [...]” (KAO, 2016, p. 33).

A comunidade em que a companhia está inserida, como adiantado, possui interesse direto na vida empresarial, especialmente quanto às informações que são divulgadas ao público acerca dos riscos socioambientais que a atividade econômica possa gerar na localidade⁵⁶.

O papel da CVM, auxiliado pelos mecanismos acima indicados, possui relevância central para o cumprimento do dever de informar no âmbito do mercado de capitais e, portanto, para a proteção e resguardo dos interesses destes vários *stakeholders*. Nesta senda, acerca dos poderes regulamentar, fiscalizador e punitivo da CVM para proteção dos direitos difusos e coletivos no mercado de capitais, aduzem Maciel e Martin (2014, p. 236):

As normas que determinam a transparência e tempestividade das informações dos fatos relevantes das companhias (*full disclosure*) e a proibição do abuso de informações privilegiadas sobre esses fatos relevantes (*insider trading*), são aprimoramentos legislativos que geram efetividade aos direitos fundamentais difusos e coletivos, que associados à estabilidade econômica, geram maior confiabilidade e segurança ao mercado, impulsionando a economia brasileira.

Importa perquirir, de modo inicial, os modos de atuação da CVM, e do próprio mercado enquanto autorregulador, em relação ao *disclosure* empresarial no que diz respeito aos riscos ambientais da atividade empresarial, especialmente no plano de suas funções normativa e fiscalizatória do referido ente público.

⁵⁶ “De acordo com Kulkarni (2000) as informações sobre os produtos, processos e resíduos gerados pela empresa são assimetricamente distribuídos à comunidade, justificando as fortes ondas de pressão nas quais as comunidades reivindicavam pela manutenção do ambiente seguro e limpo. Nessas condições, a confiança do relacionamento entre a empresa e a comunidade poderia levar a danos reputacionais e anulação da licença para operar. Diante disso, as empresas passaram a tratar a comunidade como *stakeholder* legítimo e com poder para influenciar a sobrevivência da empresa (FREEMAN, 1984)” (KAO, 2016, p. 41).

3 TRANSPARÊNCIA QUANTOS ÀS INFORMAÇÕES AMBIENTAIS NO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo, serão exploradas, com maior detalhe, as normas específicas acerca do dever informacional, com ênfase nos aspectos de divulgação ambiental existentes no ordenamento jurídico brasileiro, notadamente as instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários, perquirindo, igualmente, a autorregulação acerca da matéria em nosso país, inclusive no âmbito da Bolsa de Valores de São Paulo e de outras importantes associações privadas.

As normas já ventiladas no capítulo precedente serão examinadas de forma minuciosa, também sob o aspecto sistemático e de sua aplicação prática, impondo-se a análise dos instrumentos informacionais de divulgação obrigatória ou de publicação incentivada pelas referidas entidades regulatórias e autorregulatórias.

Os aspectos informacionais ambientais do formulário de referência, do prospecto e do dever de divulgação de fato relevante serão abordados numa visão sistêmica, conforme as demais normas sobre o tema no arcabouço jurídico nacional.

A autorregulação do mercado, sendo importante no âmbito dos valores mobiliários, conforme referido no capítulo precedente, será estudada brevemente, para posterior aprofundamento em capítulo próprio, com enfoque nos índices e segmentos que focalizam o aspecto ambiental dos investimentos, bem como em relação às iniciativas voluntárias atuais mais relevantes, realizando-se o estudo tanto no âmbito do mercado nacional quanto em relação às práticas de outras jurisdições.

3.1 O papel da CVM na normatização e fiscalização do dever de informação e a autorregulação do mercado

Diante da importância e das especificidades do funcionamento e da fiscalização do mercado de capitais, conforme averiguado acima, instituiu o legislador pátrio – com base nas experiências estrangeiras, especialmente na vivência norte-americana com a SEC (PITTA, 2013, p. 161) –, por via da já citada Lei nº 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estabelecendo suas funções e poderes especialmente nos artigos 4º, 8º, 9º, 19, 20, 21 e 22, § 1º⁵⁷, da referida lei. Sobre as funções primordiais

⁵⁷ “Previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei 6.385/76, tais como os artigos 4º, VI, 8º, III, 19, 20 e 22 § 1º, estas disposições delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações

da CVM e seu escopo dentro do sistema financeiro nacional, assim aduz Eizirik et. al (2011, p. 259):

O legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.

A partir das reformas iniciadas em 2001, a CVM foi alçada à condição de autarquia em regime especial, assumindo *status* de agência reguladora do mercado de valores mobiliários (EIZIRIK et al., 2011, p. 260), no intuito de se conceder maior autonomia administrativa e financeira para que a entidade lograsse atingir seus objetivos com maior independência do Poder Executivo.

Desta forma, analisar-se-á, inicialmente, o papel da CVM no que tange à normatização e à fiscalização do dever informacional quanto aos riscos ambientais da atividade empresarial no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

3.1.1 CVM e proteção institucional do mercado de capitais: normatização, fiscalização e sanção

A CVM, consoante já analisado acima, editou diversas instruções acerca da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, sendo as mais importantes, pela abrangência e profundidade das obrigações instituídas, a Resolução CVM nº 80/2022 (que substituiu a Instrução CVM nº 480/2009), que estabelece regras de divulgação das demonstrações financeiras e sua forma de realização, bem como o importante mecanismo de *disclosure* empresarial constituído no formulário de referência, a Instrução CVM nº 400/2003, que estabelece o registro das ofertas públicas de valores mobiliários, notadamente por via dos prospectos, e a Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002), que tem por finalidade disciplinar a divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes para a companhia⁵⁸.

relativas ao mercado de capitais, fixando a sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas" (BRAGA, 2006, p. 27).

⁵⁸ São considerados atos ou fatos relevantes para as companhias emissoras de valores mobiliários, conforme disciplinado pelo artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, aqueles que possam influenciar, de

Conforme já citado, o formulário de referência constitui uma ferramenta informacional de grande relevância instituída pela Instrução CVM nº 480/2009 (cujo modelo era apresentado no Anexo 24 da referida Instrução), que abrange a necessidade de divulgação de diversos tipos de informação⁵⁹, sendo importante destacar a necessidade de divulgação de dados relativos aos fatores de riscos socioambientais (consoante item “4.1.j” do referido Anexo 24) e às atividades do emissor quanto a políticas socioambientais (conforme anexo “7.8” do referido anexo), abrangendo, além da informação relacionada à divulgação em si das informações ambientais da companhia, qual a metodologia utilizada na organização de tais dados, a existência ou não de auditoria de tais informações e o sítio digital onde podem ser encontradas⁶⁰.

No que tange à Instrução CVM nº 400/2003, o artigo 12-A, em seu § 3º, inciso II, estabelece que deverá constar, no suplemento ao prospecto da oferta, alerta quanto aos fatores de riscos relativos ao valor mobiliário ofertado, devendo-se considerar aqui, inclusive os eventuais riscos ambientais específicos relacionados ao título emitido. Com o estabelecimento do formulário de referência, e suas atualizações periódicas, como visto acima, as informações referentes aos aspectos ambientais do emissor deverão constar em tal documento, devendo o prospecto, portanto, indicar estes dados apenas por citação ao formulário, a não ser informações complementares sobre o tema específicas do título emitido, que deverão constar no respectivo prospecto.

Em relação à importância da Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002), que estabelece o regime informacional acerca dos fatos relevantes para a companhia emissora, deve-se destacar a redação de seu artigo 2º⁶¹,

modo ponderável, a cotação de tais títulos e a decisão dos investidores em relação a negociação destes valores mobiliários.

⁵⁹ O conteúdo do formulário de referência ainda está dividido (até a entrada em virgo do novo modelo de formulário) em 21 seções, especificadas em anterior tópico deste trabalho, em que são indicados diversos tipos de informações que devem ser fornecidas, desde aspectos gerenciais, societários, regulamentares e financeiros, até dados relativos aos fatores de riscos empresariais e às atividades do emissor (vide CVM, 2009, anexo 24).

⁶⁰ Impende destacar que, em relação ao último ponto relacionado às políticas ambientais, estas informações não são de divulgação obrigatório, caso a companhia não possua políticas neste sentido. De toda forma, a ausência de políticas ambientais e dados divulgados nesta seara, por si, já são indicativos, para os investidores, acerca da governança ambiental da emissora.

⁶¹ “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos

que obriga a divulgação de todo fato potencialmente relevante à formação dos preços dos valores imobiliários da companhia e que possam influenciar a decisão dos investidores quanto à negociação de tais títulos: considerando a atual fase de preocupação da comunidade internacional com os riscos ambientais e suas potenciais consequências catastróficas ao planeta, os fatos que importem em repercussões ambientais minimamente consideráveis devem ser tomados como relevantes aos olhos cada vez mais ambientalmente criteriosos dos investidores⁶².

Assim, oriundo desta obrigação se deve compreender o *disclosure* obrigatório de fatos ambientais sensíveis às atividades da companhia, dentre eles a tramitação de processos judiciais ou extrajudiciais de caráter ambiental relevante⁶³, a ocorrência de incidentes ou desastres ambientais, a ocorrência ou existência de situações de risco ao meio ambiente ligadas à atividade ou à empresa de qualquer forma, dentre outros acontecimentos que se mostrem pertinentes.

Para garantir o cumprimento da lei e da regulamentação disciplinadora do mercado de capitais, a CVM também é imbuída da função fiscalizatória dos agentes envolvidos no mercado, em particular em relação aos emissores de valores mobiliários. Desta forma, afirma Eizirik et al. (2011, p. 278) sobre os poderes, outorgados pela Lei nº 6.385/1976, de aplicação da lei de forma preventiva ou repressiva pela CVM:

O artigo 9º, incisos e § 1º, por exemplo, habilita a CVM a averiguar fatos, investigando-os, e a impor condutas com o objetivo de prevenir ou reprimir danos aos investidores. Portanto, o aludido dispositivo legal expressamente confere à CVM poderes para: (i) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc.; (ii) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações; [...] (iv) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações [...].

Dentro da esfera de atuação repressiva da CVM, além da possibilidade de manejo de ações coletivas com objetivo de ressarcimento de danos ambientais, a

investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados” (CVM, 2021a).

⁶² Conf. BURGESS, 2020.

⁶³ O Processo Administrativo CVM N.º SEI 19957.002632/2017-93 – cujo Parecer do Comitê de Termo de Compromisso data de 11 de dezembro de 2017 –, é bastante didático e exemplificativo, haja vista que a CVM lavrou termo de compromisso para pagamento de multa pelo então diretor de relações com investidores da empresa investigada, advinda da omissão de divulgação obrigatória de fato relevante, no caso, a existência de procedimento administrativo ambiental perante o Ministério Público do Rio de Janeiro e a realização de Termo de Ajustamento de Conduta com tal *parquet*, que, caso descumprido, poderia gerar a paralisação das atividades de sua unidade fabril mais relevante (CVM, 2017).

autarquia possui, como importante mecanismo para cumprimento das obrigações informacionais, a competência para processar e julgar demandas, de natureza administrativas, com objetivo de investigar e, caso confirmado o ato ilícito, punir eventuais descumpridores das regras de divulgação informacional: é o denominado Processo Administrativo Sancionador (PAS).

O PAS, inclusive como demonstrado em exemplo acima citado, deve ser visto como importante ferramenta para garantia do cumprimento das regras de divulgação de informações ambientais relevantes, considerando a sensibilidade que tais dados possuem não só aos investidores do mercado de capitais mas à toda sociedade⁶⁴. Assim, a atuação fiscalizatória e sancionatória da CVM pode servir para direcionar os agentes do mercado ao maior cumprimento das regras de *disclosure* ambiental, propiciando aumento no nível geral de divulgação de tais informações e, por conseguinte, a transparência ambiental das empresas, por sua vez gerando o maior controle social em relação à degradação ambiental causada pelas companhias.

A atuação da CVM deve ser pautada, no que tange aos seus papéis normativo e fiscalizatório, na preocupação em garantir níveis satisfatórios de divulgação de informação de caráter ambiental, inclusive por mandamento constitucional (como necessária concretização ao princípio da proteção ao meio ambiente e dos imperativos do desenvolvimento sustentável), especialmente no que se refere aos riscos ecológicos das atividades empresariais, como, por exemplo, o potencial de poluição causada pelo empreendimento, a utilização do solo, da água e de outros recursos naturais, o manejo dos refugos e o impacto da atividade no clima e na biodiversidade local.

3.1.2 Autorregulação do mercado e dever de informar

⁶⁴ “Uma abordagem ao investimento que explicitamente reconhece a relevância para o investidor dos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG), é a saúde e estabilidade de longo prazo do mercado como um todo. Ela reconhece que a geração de retornos sustentáveis de longo prazo depende de sistemas econômicos, sociais e ambientais estáveis, em bom funcionamento e bem governados. É direcionado por uma visão crescente na comunidade financeira de que uma análise e avaliação efetiva das questões ESG é uma parte fundamental da valoração e desempenho de um investimento no médio e longo prazo, e que esta análise deve influenciar a decisão de alocação, seleção de ativos, construção de carteiras, ativismo acionário e práticas de voto. O Investimento Responsável requer dos investidores e companhias um olhar mais amplo, reconhecendo todo o espectro de riscos e oportunidades existentes, para que se aloque o capital de maneira alinhada aos interesses de curto e longo prazo de clientes e beneficiários” (BUOSI, 2014, p. 57).

Paralelamente à heterorregulação do mercado de capitais por via da legislação federal e das normatizações expedidas pela CVM, há, como importante aspecto a ser analisado quanto ao *disclosure*, a autorregulação do agentes envolvidos no mercado⁶⁵, o que pode ocorrer por via de associações de classe (como a ANBIMA⁶⁶, a AMEC⁶⁷, a Abrasca⁶⁸, a ANBID⁶⁹ e o IBGC⁷⁰, que possuem códigos de conduta destinados aos seus associados), pelas bolsas de valores e pelas próprias emissoras, por intermédio de obrigações estabelecidas em seus estatutos sociais e acordos de acionistas.

No intuito de elevar os níveis de governança corporativa e de transparência, tais entidades privadas buscam, por via da elaboração de mecanismo de autorregulação, impor aos seus associados normas adicionais àquelas existentes na regulamentação estatal, com o objetivo de gerar maior confiança dos investidores nos títulos negociados por emissores aderentes, nas próprias empresas emissoras e, também, no mercado de capitais como um todo.

Entidades promotoras de influente autorregulação no mercado de capitais são as bolsas de valores. A partir dos anos 2000, a então denominada BM&F Bovespa criou segmentos especiais para listagens de valores mobiliários, como aduz Kao (2016, p. 57): “Tanto o Novo Mercado, como o Nível 1 e Nível 2 tratam-se de contratos assinados pela empresa, de forma voluntária, a fim de cumprir com obrigações adicionais às existentes na legislação atual (segmento Tradicional)”.

Outro importante mecanismo elaborado pela B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO (atual denominação da BM&F Bovespa) é o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), experiência também existente em outros mercados estrangeiros, em que se busca avaliar os níveis de sustentabilidade ambiental das empresas, tendo por objetivo “[...] a criação de um ambiente de investimento compatível com as

⁶⁵ “O reconhecimento da necessidade de intervenção estatal na disciplina da divulgação de informações, objeto do primeiro capítulo, envolve a análise das limitações da autorregulação. Ainda que se considere que a autorregulação não é suficiente, isto não a faz de todo dispensável. Pelo contrário, como expõe Calixto Salomão Filho, ‘tanto mais bem-sucedida será a tentativa autorregulatória quanto mais bem-encaixada estiver em uma forte regulação’, citando como exemplo de ‘experiência razoavelmente bem-sucedida’ justamente o mercado de capitais. Além das normas cogentes impostas pela lei e pela CVM, a divulgação de informações tem sido objeto de regras e recomendações editadas por diversas entidades, e as próprias companhias podem fazê-lo por meio de políticas de divulgação” (MOTA, 2013, p. 77).

⁶⁶ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

⁶⁷ Associação de Investidores no Mercado de Capitais.

⁶⁸ Associação Brasileira das Companhias Abertas.

⁶⁹ Associação Nacional dos Bancos de Investimento.

⁷⁰ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

demandas de desenvolvimento sustentável. Ele também busca estimular a responsabilidade ética das corporações” (INFOMONEY).

Ademais, a autorregulação vem, cada vez mais, promovendo importantes aperfeiçoamentos na normatização do *disclosure* ambiental, em consequência às pressões cada vez maiores dos investidores e do público em geral em prol da promoção de investimentos sustentáveis e de uma economia mais verde⁷¹, possibilitando o direcionamento da regulamentação estatal para níveis mais detalhados de transparência ambiental.

3.2. A regulamentação informacional como incentivo à proteção do meio ambiente

O meio ambiente, como já delineado no capítulo anterior, é objeto de amparo por meio de diversas normas em nosso ordenamento jurídico, sendo de especial relevo as normas constitucionais que albergam o chamado princípio da proteção ambiental, considerada esta norma principiológica como basilar ao Estado brasileiro.

Cada vez mais se eleva a pressão social, não só por iniciativa da comunidade internacional (ADACHI, 2019, *passim*), mas também internamente, para que os ditames relacionados à proteção do meio ambiente sejam devidamente cumpridos, tendo em vista os atuais problemas climáticos e ambientais já existentes e decorrentes da ação humana e as possíveis e ainda mais graves adversidades que podem ser geradas em decorrência da contínua degradação ecológica.

Diante disso, a atividade empresarial é vista, muitas vezes, como “vilã” da conservação do meio ambiente, no sentido em que a exploração econômica dos recursos naturais, a geração de poluição, a degradação de ecossistemas e outros expedientes nocivos à natureza decorrem corriqueiramente da atuação empresarial. Soma-se a isto a ocorrência de recentes desastres ambientais e humanos resultantes da atividade de grandes empresas atuantes no Brasil, que geraram impactos

⁷¹ “A interação da indústria financeira com o tema de sustentabilidade e mudanças climáticas evoluiu a partir da constatação de que os bancos possuem, no papel de intermediários do financiamento da atividade econômica, o poder de influenciar as empresas no caminho de melhores práticas de gestão (BOUMA et al., 2001, p.19). Barannik (in BOUMA et al., 2001) ressalta ainda que, em função das mudanças regulatórias e das demandas sociais, os provedores de serviços financeiros, seja através do crédito, investimentos ou seguros, são cada vez mais responsabilizados pelas atividades e danos ambientais de seus clientes” (BUOSI, 2014, p. 48).

ambientais e sociais negativos de proporções colossais (BORGES, 2019, *passim*; AMÂNCIO, 2020, *passim*).

Ao mercado de capitais, como ambiente de integração econômica de diversas médias e grandes empresas (ainda pautado, no Brasil, por empresas de maior porte), são direcionadas dúvidas acerca de sua atuação como mecanismo catalisador (ou, ao menos, omissor) da degradação ambiental decorrente da atividade das empresas operantes no referido mercado, questões estas que, de mais a mais, não partem apenas das entidades de proteção ambiental, mas também dos próprios investidores participantes do mercado (PINTO; CAGLIARI, 2020, *passim*).

A regulamentação do mercado de capitais não atua como a única forma normativa de proteção ao meio ambiente, especialmente porque o objeto de tal regulação não cuida do meio ambiente e de sua conservação, tratando-se destas questões apenas por meio indireto: por via do dever de informação, ponto basilar da regulação do mercado de capitais.

Deste modo, deve-se assinalar que há, em nosso ordenamento, diversos outros mecanismos legais com objetivo precípuo de proteção ambiental em suas mais diversas manifestações: Lei nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, estabelecendo seus fins e mecanismos de formulação e aplicação; Lei nº 12.651, de 25 de maio de 2012 (Código Florestal), que dispõe sobre a proteção da vegetação nativa; Lei nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998 (Lei de Crimes Ambientais), que estatui as sanções penais e administrativas relacionadas a condutas lesivas ao meio ambiente; dentre outras leis, podendo ser citadas a Lei de Fauna (Lei nº 5.197, de 3 de janeiro de 1967), a Lei da Política Nacional de Recursos Hídricos (Lei nº 9.433, de 8 de janeiro de 1997), Lei do Sistema Nacional de Unidades de Conservação da Natureza (Lei nº 9.985, de 18 de julho de 2000) e Lei nº 6.902, de 27 de abril de 1981 (que trata das áreas de proteção ambiental).

As empresas em geral, não apenas aquelas atuantes no mercado de capitais, devem, em toda sua atividade empresarial, cumprir devidamente todas as normas relacionadas à proteção ambiental, sendo ínsita à função socioambiental da empresa o aspecto da preservação do meio ambiente, sob pena de o exercício da atividade econômica ser tomado como irregular, passível, no limite, de encerramento da empresa que não cumpra com tal função refletida na lei.

O dever de transparência também é comum no que tange às leis ambientais acima referidas, já que as empresas e demais agentes econômicos, em cumprimento de tais normas, precisam demonstrar ao ente público fiscalizador a consecução de suas atividades sem que haja a degradação ambiental prevenida por lei, isto ocorrendo desde a necessidade de execução da atividade empresarial apenas mediante o angariamento de licenças ambientais, até o dever de realização de estudos de impacto.

No caso das empresas que não operam no mercado de capitais, a transparência necessária quanto à tal aspecto diz respeito primordialmente aos entes públicos, cujo poder de polícia e fiscalização obrigam o particular a comunicar e publicizar as informações pertinentes aos órgãos públicos⁷². Já em relação às empresas atuantes no mercado de capitais, não é apenas isso que se verifica.

Nas companhias de capital aberto, como já dito no capítulo anterior, há um grande feixe de relações e de partes que se entrelaçam com a atividade da sociedade anônima, envolvendo, além do público em geral, que potencialmente pode participar da empresa como investidor, também outra gama de personagens ligados à atuação empresarial, são os já citados *stakeholders* (acionistas minoritários, fornecedores, credores, funcionários, consumidores, a comunidade na qual a atividade empresarial é exercida, dentre outros)⁷³.

Desta forma, dos aspectos protetivos da regulação do mercado de capital em relação aos potenciais investidores, especialmente no que tange às funções positivas da informação para a tomada de decisão do público investidor, e do sistema normativo de proteção ao meio ambiente resulta a preocupação e a regulação, de forma cada vez mais abrangente, do *disclosure* ambiental.

⁷² Há, obviamente, a relação entre os sócios e administradores de tais empresas, todavia, não operando no mercado de capitais, tais relações são tratadas eminentemente de forma privada, por via das normas de direito privado, o que pode ser ultrapassado em caso de grandes empresas de capital fechado, que podem atingir o interesse de várias outras figuras (todavia, mesmo nestes casos, a inexistência de oferta pública das ações ou outros valores mobiliários da empresa descaracteriza o potencial interesse do público em geral, o que ocorre nas companhias abertas).

⁷³ “Esta relação de responsabilidade social exigida presente na moderna gestão das empresas é estudada no que se convencionou denominar de Teoria dos *Stakeholders*. Em seu objetivo de maximização da riqueza dos acionistas, as empresas devem também se preocupar com que os diversos grupos que participam de suas operações (*Stakeholders*) sejam considerados no processo de decisões corporativas. Dessa forma, podem-se entender *Stakeholders* como as pessoas, grupos de pessoas ou instituições que participam de alguma forma das atividades da empresa, exercendo influências sobre sua capacidade em atingir seus objetivos” (ASSAF NETO, 2014, p. 24).

Com a demanda crescente da sociedade pela tentativa de solução ou de amenização das questões ambientais e pela conformidade da atuação empresarial com as disposições legais de proteção ao meio ambiente, a transparência quanto ao cumprimento das normas ambientais e a divulgação de ações empresariais envolvendo os aspectos ecológicos de sua atividade são pontos de importância destacada para os investidores e para os *stakeholders*.

A regulação da transparência ambiental no mercado de capitais se revela, então, como um mecanismo de apoio a que os potenciais e atuais investidores analisem e fiscalizem o cumprimento das normas ambientais pelas empresas listadas nos mercados organizados, bem como possibilita o melhor direcionamento da pressão dos investidores, dos *stakeholders* e da sociedade em geral em relação às empresas que, em sua divulgação das informações ambientais, não revelaram um patamar aceitável de gestão ambiental e de cumprimento de metas ecológicas.

Há, assim, a possibilidade de utilização da regulação informacional no mercado de capitais como meio de coerção para o cumprimento das normas ambientais e para a focalização acerca das questões ambientais: paralelamente ao arcabouço normativo do direito ambiental acima analisado, o *disclosure* empresarial pode forçar a divulgação, pelas companhias abertas, das informações envolvendo as obrigações legais ambientais, como também obrigar a transparência quanto a outros dados que envolvam o impacto ambiental da atividade empresarial, sendo todas essas informações passíveis de verificação por todo o mercado.

A existência de uma demanda judicial acerca de questões ambientais relevantes em face de determinada companhia aberta, por exemplo, poderia ser tomada como fato importante de ser indicado nos documentos informacionais da companhia (como no formulário de referência, em seção específica, ou como fato relevante passível de divulgação imediata, a depender da gravidade do objeto discutido na demanda ou das consequências de um desfecho negativo do processo judicial). De outra banda, em se tratando de empresa não participante do mercado de capitais, a inexistência de dever informacional de mesmo teor levaria tal fato a ser tratado *interna corporis*, apenas pelos administradores e sócios de tal empresa.

A divulgação informacional relacionada às questões ambientais, deste modo, pode servir de forte incentivo às companhias abertas na elevação de seus patamares de conformidade às metas de sustentabilidade ambiental, como em relação à criação de pautas e agendas envolvendo o meio ambiente, como o consumo inteligente de

recursos, evitando desperdícios, o incentivo financeiro ou a criação de entidades destinadas à proteção ecológica, a redução de gastos energéticos e hídricos, dentre outros, que podem ser divulgados pelas companhias que executam tais práticas.

Os mesmos papéis da regulação quanto ao incentivo à proteção ambiental também podem ser desempenhados pela autorregulação do mercado, com a vantagem da inexistência de imposição obrigatória de custos de observância a todas às companhias abertas, da maior flexibilidade e rapidez nas alterações e no desenvolvimento das normas, da especialização temática das entidades autorregulatórias e de outras consequências positiva da autorregulação em face da regulação estatal⁷⁴.

A autorregulação, como delineado no desfecho do anterior capítulo, constitui-se como mecanismo normativo instituído pelos próprios atores privados, tendo por característica principal a inexistência de sujeição obrigatória do particular em relação a tais normas e as sanções de caráter privado, em contrapartida à regulação pública (não obstante tal característica fundamental, há que se pontuar a existência de entidades privadas que estabelecem autorregulação e que são revestidas, por sua especial importância em relação a determinado setor da sociedade, de poderes disciplinador e fiscalizador, semelhantes aos poderes dos órgãos públicos, com possibilidade de cumprimento imediato por via dos meios jurisdicionais cabíveis, como é o caso da bolsa de valores)⁷⁵.

A autorregulação em relação aos *disclosure* ambiental no mercado de capitais tem como relevante fundamento de sua existência a utilidade no estabelecimento de parâmetros de conformidade dos agentes em certos setores para além da mínima

⁷⁴ “Além disso, a regulação inevitavelmente cria custos, diretos e indiretos. E aqui vale a pergunta: quando se justifica, então, essa intervenção? E o quanto de intervenção é adequado? Com base em que mecanismos? É sob essa perspectiva, mais realista e menos maniqueísta (porque não é simplesmente contrária ou favorável a iniciativas regulatórias), que nascem os estudos de impacto regulatório e os esforços de mitigação dos custos de observância” (YAZBEK; SILVA, 2018, p. 11).

⁷⁵ “Trata-se da aclamada autorregulação, que consiste, grosso modo, na organização da atividade econômica pelos próprios regulados, a partir de seus próprios conhecimentos acerca da atividade objeto da regulação, em contraposição à ideia de heterorregulação, exercida externamente sobre os agentes econômicos por uma instância estatal. A autorregulação, quanto à sua natureza, pode ser puramente voluntária, formulada e acompanhada por instâncias estabelecidas a partir da iniciativa dos próprios interessados e fundamentada por meio do direito privado e da liberdade negocial, ou pública (mandatória), quando o Estado dota a referida instância autorregulatória de poderes normativos e disciplinadores de determinada atividade, à semelhança daqueles de que o Estado dispõe, podendo ficar, nesse caso, sujeita à fiscalização e ao poder punitivo estatal” (PITTA, 2013, p. 28).

regulação estatal, possibilitando a incoerência da chamada seleção adversa no que tange ao mercado de valores mobiliários⁷⁶.

A maior agilidade e a maior especialização do autorregulador em relação à produção e modificação de normas, decorrentes do próprio caráter privado e tópico da autorregulação, são atributos que dão à autorregulação expressivo relevo no tema da *disclosure* ambiental, tema este de crescente preocupação e discussão na comunidade nacional e internacional e nos meios especializados e que, portanto, é passível de constantes alterações de entendimentos e desenvolvimentos quanto ao tema.

Exemplos de autorregulação que serão melhor analisados nos tópicos posteriores são: a normatização da B3 acerca dos segmentos diferenciados de listagem na bolsa de valores, que estabelecem parâmetros mais rigorosos de governança corporativa para as empresas possam ser inseridas em tais listas; a existência de índices de listagem na bolsa de valores que focam no estabelecimento de carteira de ativos oriundos de empresas destacadas pelo comprometimento com as normas de proteção ambiental; e a elaboração e divulgação de códigos de condutas e sua respectiva fiscalização de cumprimento por associações de classe, formadas para defesa dos interesses de diversas classes de agentes atuantes no mercado de capitais.

Não obstante, impõe destacar que o papel da autorregulação deve ser complementar e supletivo à regulação estatal, haja vista que um dos impulsos mais consideráveis para a atividade autorregulatória está na própria existência de uma regulação condizente com as demandas da sociedade e com as necessidades do setor de regulação⁷⁷. Uma regulação distorcida da realidade gerará danos ao ambiente que visa regular e não terá como remédio a autorregulação do mercado, sendo, portanto, mecanismo de grande importância para o equilíbrio do sistema normativo do mercado de capitais.

3.3. Normas específicas no ordenamento jurídico brasileiro e seus instrumentos

⁷⁶ Vide tópico “2.2.2.3 A gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários” acima.

⁷⁷ “Como visto, a CVM apresentou 3 (três) importantes justificativas para a existência de um regime informacional. Primeiro, um sistema de divulgação de informações confiável e oportuno é imprescindível para a alocação eficiente de recursos em uma economia de mercado. Segundo, o mercado não é capaz de criar e operar tal sistema sozinho. Terceiro, os benefícios oriundos da regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários por um regulador específico suplantam os custos sociais desta opção legislativa” (COPOLA, 2013, p. 259).

Como já visto, o arcabouço normativo brasileiro está repleto de normas que exararam o dever de informação da empresa, especialmente da sociedade anônima de capital aberto, espalhadas em variados diplomas legais e, ainda, no que tange à regulamentação mais específica do mercado de capitais, em diplomas normativos infralegais, como as instruções e resoluções da Comissão de Valores Mobiliários.

As principais leis do ordenamento pátrio que tratam do dever de *disclosure*, conforme tópico acima, são: a Lei nº 4.728/1965 (que disciplina o mercado de capitais brasileiro, sendo conhecida como Lei do Mercado de Capitais), em seus artigo 2º, incisos II, III, e IV, artigo 20, incisos I, II, e III, e artigo 21; a Lei nº 6.385/1976 (responsável pela criação e estabelecimento dos objetivos e funções da CVM), em seus artigo 2º, artigo 4º, incisos IV, V, VI e VI, e artigos 19, 20 e 21; e a Lei nº 6.404/1976 (que disciplinou as sociedades anônimas), em seu artigo 156, parágrafos 4º e 6º.

Os dispositivos legais acima citados, em síntese, estabelecem normas estruturais ao mercado de capitais no que tange ao dever de transparência, como também definem a obrigatoriedade e os meios pelos quais as companhias podem se valer da poupança pública por via da emissão e oferta pública de seus valores mobiliários, estabelecendo, igualmente, uma entidade pública para exercer as funções de fiscalização e regulação do mercado de capitais, especialmente no que tange ao dever informacional.

Cabe, aqui, destacar que tais normas traçam parâmetros gerais do dever de transparência empresarial, sem descer aos maiores detalhes, sendo esta a função habitual da regulamentação infralegal, estabelecida pelo ente público especializado e competente para tratar da fiscalização e normatização do mercado de capitais, isto é, a CVM.

Quanto a tais normais regulamentares, cabe destacar as já citadas Resolução CVM nº 80/2022 (que substituiu a Instrução CVM nº 480/2009), Instrução CVM nº 400/2003 e Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002). Sem pecar pela repetição, apenas rememore-se o objeto e a finalidade de tais instruções e suas regras em relação ao *disclosure* empresarial.

Deste “tripé” regulamentar, inicia-se pela Resolução CVM nº 80/2022 – de suma importância para o presente estudo –, editada para regulamentar o registro de emissores públicos de valores mobiliários, dispendo de regras pertinentes à

divulgação periódica ou eventual de informações. Ademais, é especificado na referida resolução os meios de divulgação das informações econômico-contábeis, por via das demonstrações financeiras. Por fim, de maior importância para a análise, é a instituição do formulário de referência, que se constitui em instrumento de divulgação de diversos aspectos informacionais da companhia, consoante será melhor explorado em tópico específico, notadamente no que tange ao *disclosure* ambiental.

A Instrução CVM nº 400/2003 regulamenta as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, estabelecendo, em relação a tais ofertas públicas, o instrumento denominado de prospecto, que pode ser definido como o documento elaborado e divulgado pelo ofertante de valor mobiliário contendo um espectro abrangente de informações referentes à própria oferta, aos valores mobiliários ofertados, ao emissor, aos riscos dos papéis emitidos, dentre outros elementos relevantes à oferta.

As duas instruções acima referidas, desta forma, são cruciais para o entendimento acerca da dimensão normativa do dever de transparência em nosso mercado de capitais e dos mecanismos jurídicos utilizados para que as companhias realizem a divulgação das informações ao público. Isto ocorre pelo disciplinamento do registro de emissor, efetuado especialmente por via do formulário de referência, proibindo aos eventuais interessados na emissão pública de valores mobiliários que o façam sem o seu prévio registro na CVM, e pelo disciplinamento da própria oferta de pública de valor mobiliária, que somente pode ser realizado mediante a regular edição e divulgação do prospecto.

A Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002), por fim, objetiva disciplinar a divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes para a empresa emissora que tenham a potencialidade de influenciar, de modo ponderável, a cotação dos valores mobiliários da companhia e a decisão dos investidores em relação à negociação de tais títulos.

A análise normativa do *disclosure* ambiental no Brasil, em seus aspectos teóricos e práticos, deve perpassar, necessariamente, o estudo do formulário de referência, do prospecto e da sistemática de divulgação de fato relevante, focando-se nos aspectos ambientais de tais mecanismo.

3.3.1 Formulário de referência e oferta pública: informações ambientais

Examinado os aspectos gerais da regulamentação infralegal do *disclosure* empresarial, insta analisar com maiores detalhes, inclusive em relação a suas aplicações sistemáticas com os demais mecanismos informacionais no mercado de capitais pátrio, o relevante instrumento do formulário de referência, consoante disciplinado pela Instrução CVM nº 480/2009, mais recentemente modificada pela Resolução CVM nº 59/2021 e substituída pela Resolução CVM nº 80/2022 (com as alterações da Resolução CVM nº 87/2022).

Visando a superar, em especial, os graves problemas relacionados à assimetria de informações entre o emissor de valor mobiliário e eventuais investidores, sendo esta assimetria, como já dito, a posição de maior ciência do emissor em relação às informações do seu negócio em comparação à posição dos eventuais compradores, do que decorre a tendência na exposição de informações, pelo emissor, apenas daquilo que considerar positivo à valorização e à negociação dos seus títulos, ao mesmo tempo em que se predispõe a omitir os dados que podem ensejar uma percepção negativa dos valores mobiliários, o legislador pátrio, em consonância com a legislação dos países cujos mercados de capitais estavam a mais tempo em desenvolvimento, instituiu a regra de registro obrigatório de qualquer emissão de título ou valor mobiliário na entidade reguladora competente (no caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários). É o que expressamente estabelecem o art. 21 da Lei nº 4.728/1965⁷⁸ e o art. 19 da Lei nº 6.385/1976⁷⁹.

O desenvolvimento histórico do mercado de capitais, como denotado no tópico pertinente acima, manifestou a utilidade de criação de mecanismos legais que obrigassem os emissores de títulos ofertados ao público ao cumprimento de regras de *disclosure*, objetivando resguardar os eventuais investidores de prejuízos em decorrência de ofertas de valores mobiliários sem as mínimas informações necessárias ao aferimento dos riscos e caracteres principais acerca do negócio desenvolvido pelo ofertante.

Assim, em contrapartida à possibilidade de o emissor acessar a poupança pública por via da oferta de títulos e valores mobiliários, é instituído um regime obrigatório de prestação de informações, regulado, em suas bases gerais, pelo

⁷⁸ “Art. 21. Nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central” (BRASIL, 1965).

⁷⁹ “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão” (BRASIL, 1976a).

estado, que estabelece um ente público destinado à fiscalização e à normatização do mercado de capitais (EIZIRIK et al., 2011, p. 140).

A principal sistemática envolvendo a regulação do mercado de valores mobiliários envolve, portanto, o registro das ofertas públicas de valores mobiliários no ente competente para tanto, devendo-se, para melhor entendimento do presente tópico, tecer algumas considerações sobre o que se entende por oferta pública.

A definição acerca da oferta pública de valor mobiliário se desenvolveu de forma controversa ao longo da aplicação da *Securities Act* norte-americana, considerando que esta lei não definia expressamente o que se deveria compreender por oferta pública, sendo necessária à sedimentação do conceito a intervenção pretoriana da Suprema Corte, que, em *leading cases*, estabeleceu elementos distintivos para se avaliar uma oferta como pública ou privada (EIZIRIK et al., 2011, p. 143).

No Brasil, o legislador buscou orientar a definição de oferta pública expressamente na lei, como se verifica nos parágrafos 1º a 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/1976, que foi regulamentado pelo art. 3º da Instrução CVM nº 400/2003. Todavia, o legislador e regular pátrios não estabeleceram o conceito de oferta pública, preferindo enumerar, exemplificadamente, caracteres objetivos que possibilitam aferir a natureza pública da oferta de valor mobiliário: deve-se analisar os meios e instrumentos utilizados pelo emissor de título para averiguar a intenção de atingimento de público em geral, ou, do contrário, se a oferta apenas se direciona para um público determinado e restrito de pessoas (EIZIRIK et al., 2011, p. 143).

Deste modo, havendo intensão de uma companhia em se capitalizar por via de emissão pública de títulos ou valores mobiliários, haverá, para a regularidade da oferta, a necessidade de registro da emissão perante à CVM.

O registro de oferta pública de valores mobiliários, ao longo da maior parte da tradição regulatória brasileira, era realizado por meio do prospecto de emissão, documento no qual a companhia deveria informar diversos aspectos informacionais atinentes ao específico valor mobiliário ofertado, bem como em relação à própria companhia emissora, além de registrá-lo perante à CVM, tornando-se possível a efetiva oferta pública apenas após o deferimento do registro pelo ente regulatório. O prospecto, como será analisado em tópico específico, é atualmente regido pela Instrução CVM nº 400/2003.

Na sistemática anterior, portanto, para cada oferta pública de valor mobiliário a companhia emissora deveria registrar na CVM o prospecto da oferta, o que, ao longo da prática do mercado de capitais, foi se mostrando custoso e burocrático, haja vista a grande extensão de informações de preenchimento obrigatório a cada elaboração de prospecto. A então sistemática se configurava, para muitos casos, como empecilho ao sucesso na emissão de valores mobiliário, considerando que o momento de oferta dos títulos é, muitas vezes, importante para o posicionamento positivo do ativo no mercado de capitais, haja vista a existência de “janelas” de mercado em que fatores econômicos podem favorecer a negociação de certos valores mobiliários.

O desenvolvimento da prática e da regulação dos mercados de capitais norte-americano e europeu trouxe, mais uma vez, uma nova possibilidade em termos de registro de oferta pública de valores mobiliários: em vez de se exigir a elaboração de um documento extenso e complexo em toda oferta pública de valor mobiliário, criou-se a possibilidade de registro, junto ao ente regulador do mercado de capitais, da companhia interessada em ofertar ao público um valor mobiliário, documento este contendo diversas informações relevantes da companhia e que ficaria armazenado, como numa “estante” do ente regulador, para atualização periódica e utilização em caso de emissão de um valor mobiliário pela empresa registrada (PITTA, 2018, p. 446-448).

Este modelo passou a ser conhecido como *shelf registration system*, considerando a instrumentalização do *disclosure* num documento que ficará arquivado no ente regulador competente e servirá de referência aos prospectos e demais documentos das eventuais emissões de valores mobiliários pela companhia interessada: desta forma, concentram-se as mais diversas e mais relevantes informações da companhia, que passará a servir de base para os instrumentos posteriores, inclusive para o prospecto de ofertas específicas. Este documento, no direito norte-americano e europeu, passou a ser conhecido como *registration document* ou *shelf document*⁸⁰.

⁸⁰ “The basic structures of most shelf systems share several common features. They permit issuers to disclose certain information in a core disclosure document (referred to in this report as a ‘shelf document’) that is updated on a regular basis, usually once a year. This shelf document provides basic information about the company’s business, management and capital structure. The shelf document also may contain financial information in the form of historical financial statements, as well as management’s commentary on those historical results. The shelf document is filed with or submitted to the applicable securities regulatory authority. When the issuer wishes to offer securities, it files a relatively brief supplemental document (referred to in this report as an “offering note”) that provides information about the specific securities being offered and details of the offering process. These two documents -- the

A Instrução CVM nº 480/2009 foi a responsável, em grande parte, por introduzir o *shelf registration system* no Brasil, com o estabelecimento do formulário de referência como instrumento principal de divulgação informacional das companhias interessadas em se registrar como potenciais ofertantes de valores mobiliários. O próprio nome do instrumento concerne à sua utilidade como documento que servirá de referência para os demais instrumentos de *disclosure* empresarial, convergindo diversas informações sobre a companhia emissora.

A referida instrução, em seus artigos iniciais, estabelece, em consonância com a legislação do mercado de capitais, que a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados exige prévio registro do emissor junto à CVM, possibilitando ao emissor o registro em dois tipos de categoria, que se diferenciam pelo nível de *disclosure* e outras obrigações que a companhia deve cumprir, sendo a categoria “A” a que impõe maiores obrigações regulamentares ao emissor, porém abrange uma maior possibilidade de oferta pública de valores mobiliários, ao passo que a categoria “B”, configurada com maiores descontos regulatórios, é restrita a emissores de apenas alguns tipos de valores mobiliários.

Quanto ao formulário de referência em si, em aspectos dogmáticos, era regido, até recentemente, pelos artigos 24 e seguintes da Instrução CVM nº 480/2009, bem como pelo Anexo 24 da referida instrução, no qual se incorporava todo o conteúdo informacional necessário ao preenchimento do formulário de referência.

O artigo 25 e parágrafos da Resolução CVM nº 80/2022 (correspondente ao antigo artigo 24 da Instrução CVM nº 480/2009), institui a obrigatoriedade de atualização do formulário de referência a cada ano, até 5 (cinco) meses após o encerramento de cada exercício social, bem como elenca circunstâncias específicas que geram a obrigação de reentregar o formulário, como na data do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários e na data de publicação de instrumento de oferta pública de aquisições de ação, além da obrigação de atualizá-lo, em relação a seus campos específicos, como na alteração de administrador, na alteração de acionistas controladores, na decretação de falência ou recuperação judicial, na comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente, dentre outros.

O Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009 deve ser o objeto de análise mais detalhada para uma maior compreensão do formulário de referência, sendo neste

shelf document and the offering note -- together provide all the information that would be contained in a conventional prospectus” (IOSCO, 2001, p. 2).

anexo elencadas todas as informações que a companhia emissora deverá apresentar para o regular e completo preenchimento do documento. Antes de seu estudo, importa destacar a recente e relevante modificação do referido Anexo 24 pela Resolução CVM nº 59/2021, conforme republicada pela Resolução CVM nº 87/2022, que alterou substancialmente a estrutura do formulário, além de introduzir itens específicos sobre o *disclosure* ambiental.

Tais modificações, todavia, só entrarão em vigor em 2 de janeiro de 2023, consoante disposição do artigo 9º da referida Resolução nº 59/2021, conforme republicada⁸¹; no que pese a vigência futura da nova regra, faz-se significativa a análise das alterações, considerando que as companhias deverão se preparar para divulgar as informações referentes ao exercício do ano de 2022 já no primeiro semestre de 2023 (até quinto mês após o encerramento do exercício social de 2022).

O formulário de referência, em seus 21 (vinte e um) tópicos, abarca aspectos cruciais da companhia, desde informações referentes à própria elaboração do instrumento, até a estrutura de controle e os valores mobiliários emitidos pela companhia, passando por pontos referentes às atividades do emissor, sendo o seu preenchimento um importante meio de cumprimento das diversas funções da informação no mercado de capital, como visto no tópico pertinente acima, propiciando, desta forma, além do papel de melhor embasar os potenciais investidores acerca da decisão de aquisição dos valores mobiliários da companhia, as demais missões do *disclosure*: em relação à administração dos conflitos de agência, verifica-se a relevância dos tópicos 10 (comentários dos diretores), 12 (assembleia geral e administração), 13 (remuneração dos administradores), 15 (estrutura de controle e grupos econômicos), 16 (transações com partes relacionadas) e 20 (política de negociação de valores mobiliários).

As demais funções indicadas – a gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários, a fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais, a segurança quanto ao regime de responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliárias e a manutenção da confiança no mercado de capitais aos investidores e potenciais investidores – são observadas pelo cumprimento satisfatório das informações

⁸¹ Na republicação realizada pela Resolução CVM nº 87/2022, a redação do artigo 9º da Resolução nº 59/2021 foi repetida na norma mais recente, destacando a entrada em vigor de tais alterações (especialmente do novo modelo do formulário de referência) apenas para 2023.

destacas no formulário, considerando que a disponibilização de uma considerável quantidade de dados relevantes da companhia favorece a fiscalização dos vários personagens do mercado de capitais (auditores independentes, *underwriters*, investidores, credores, CVM) e desestimula a entrada de agentes inescrupulosos nos mercados organizados, beneficiando a maior confiança no mercado e a entrada de novos recursos.

Em que pese aos potenciais investidores e aos demais interessados (*stakeholders*) da companhia emissora ser salutar a maior extensão do *disclosure* informacional, há que se salientar a existência de diversos custos inerentes ao estabelecimento de deveres informacionais a que estão submissas as empresas ofertantes. Dentre tais encargos, são relevantes os chamados custos de observância, sendo estes custos aqueles “[...] que recaem diretamente sobre os regulados em razão do cumprimento das obrigações que lhes são dirigidas” (YAZBEK; SILVA, 2018, p. 15)⁸². Ademais, a divulgação de certas informações sensíveis da companhia (como método de produção, dados de gestão financeira, carteira de clientes, dentre outras) pode causar danos à capacidade concorrencial da empresa, prejudicando, ao final, a própria atividade empresarial desenvolvida, os investidores e os *stakeholders* da companhia.

Assim, os instrumentos pertinentes à divulgação empresarial, dentre os quais e especialmente o formulário de referência, por sua abrangência em relação às matérias abordadas, devem ser elaborados pelo regulador de modo a equilibrar os interesses dos agentes econômicos envolvidos, bem como harmonizar as funções relacionadas ao *disclosure* e ao sigilo e confidencialidade das informações empresariais.

Deste modo, para os fins do estudo, deve-se verificar se o regulador pátrio, na criação e atualização do formulário de referência, tratou de matérias relevantes e necessárias relacionadas ao *disclosure* ambiental das companhias participantes do mercado de capitais.

O primeiro ponto de atenção na redação ainda vigente do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009 (substituído em igual teor pelo Anexo C da Resolução

⁸² Subdividindo tais custos, Yazbek e Silva (2018, p. 15) assim explicam: “Como sugerido pela Organização [OCDE], os custos substantivos de observância podem ser classificados em seis categorias: (i) custos de implantação; (ii) custos de mão-de-obra direta; (iii) custos fixos; (iv) custos com equipamentos; (v) custos de materiais; e (vi) custos de serviços externos”.

CVM nº 80/2022), antes da entrada em vigor da Resolução CVM nº 59/2021 (republicada pela Resolução CVM nº 87/2022), é o tópico 4, denominado de “fatores de risco”, devendo a companhia emissora descrever, conforme item 4.1, os “fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento, em especial, aqueles relacionados: [...] j. a questões socioambientais” (CVM, 2009, p. 122 e CVM, 2022a, p. 47). Ainda em “fatores de risco”, especificamente nos itens 4.3 e 4.4, é indicada a necessidade de descrição dos processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte, devendo-se assinalar as chances de perda e seus potenciais impactos negativos à emissora.

Há, ainda, no ponto 5, denominado de “política de gerenciamento de riscos e controles internos”, diversas disposições acerca da publicação de informações acerca do modo de gerenciamento dos riscos indicados pelo emissor no item 4.1, acima comentado. Saliencia-se que o tópico 5, em sua maior parte, é optativo para as emissoras pertencentes à categoria “B”.

Em tais dispositivos, portanto, assinalam-se regras pertinentes à divulgação de informações relacionadas a riscos ambientais da atividade empresarial e também a processos existentes em face da companhia e que se relacionam com problemas ambientais. Qualquer que seja o risco ou a demanda ambientais que possam vir a impactar seriamente na atividade empresarial e nos negócios desenvolvidos pela companhia, bem como que possam abalar consideravelmente os legítimos interesses dos *stakeholders* – considerando que tais situações necessitam ser razoavelmente entendidas como fatores que possam influir na decisão de investimento –, devem ser divulgadas no âmbito do formulário de referência, em respeito aos referidos tópicos analisados.

Outros pontos relevantes são os 7.8 e 7.9, inseridos no tópico 7, que trata das “atividades do emissor”: além da necessidade de descrição, no referido tópico, das principais atividades desenvolvidas pelo emissor e suas controladas e dos efeitos da regulação estatal sobre estas atividades, o item 7.8 obriga ao emissor que possua políticas socioambientais, que esclareça quais informações sociais e ambientais são divulgadas pela companhia, qual a metodologia é seguida, se tais informações são ou não revisadas e em qual o sítio eletrônico tais informações são encontradas. O item 7.9 estabelece a necessidade de divulgação de outras informações relevantes concernentes ao tópico.

Os referidos pontos do tópico 7 procuram desincentivar a divulgação inescrupulosa de informações socioambientais das companhias, que possam ser falseadas pelas emissoras no intuito de autopromoção desmerecida. É fenômeno recorrente nos últimos anos, com base nas preocupações crescentes do público em geral, a utilização de pleitos sociais e ambientais pelas empresas como meio de se destacar no mercado, imputando-se características ou preocupações mais “sociais” ou “ambientais” do que os seus concorrentes. Este fenômeno é conhecido mundialmente como “*greenwashing*”, sendo os dispositivos acima mencionados meios normativos relevantes destinados a impedir sua ocorrência.

Ante a inexistência de outros tópicos específicos no formulário de referência destinados à divulgação de informações ambientais das companhias, houve recente movimento por parte da CVM, influenciada pela legislação e regulação de mercados estrangeiros relevantes, no sentido de atualizar este instrumento informacional. Outro fator importante para ação do regulador foram as críticas, no geral oriundas do setor produtivo e de advogados especializados na área, referentes a redundância de diversas informações requeridas no formulário de referência.

Buscando endereçar as duas questões acima, foi aprovada, em 22 de dezembro de 2021, a Resolução CVM nº 59/2021 (republicada pela Resolução CVM nº 87, de 31 de março de 2022), que condensou o Anexo 24 para 13 tópicos no total⁸³, concentrando diversos pontos existentes na versão anterior do anexo em seções mais enxutas e retirando matérias que possam gerar redundância em relação a outros documentos informacionais, visando a racionalizar, desta forma, seu conteúdo e reduzir os custos de observância pelas companhias.

Nesta novel resolução, houve clara preocupação da CVM em abordar a pauta ambiental por via do *disclosure*, não adotando, nas palavras do presidente do referido ente regulador, uma “[...] postura intervencionista no que diz respeito à divulgação de informações de caráter ambiental, social e de governança corporativa (ASG, ou ESG, na sigla em inglês), em convergência ao que ocorre em outros mercados globais” (CARVALHO, 2021).

⁸³ O formulário de referência (Anexo C da Resolução CVM nº 80/2022), conforme as alterações da Resolução CVM nº 59/2021 (republicada pela Resolução CVM nº 87/2022, disciplinada em seu Anexo A), está dividido nos 13 tópicos seguintes: (1) atividades do emissor; (2) comentários dos diretores; (3) projeções; (4) fatores de risco; (5) política de gerenciamento de riscos e controles internos; (6) controle e grupo econômico; (7) assembleia geral e administração; (8) remuneração dos administradores; (9) auditores; (10) recursos humanos; (11) transações com partes relacionadas; (12) capital social e valores mobiliários; e (13) identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário.

Quanto às matérias específicas relacionadas à divulgação de informações ambientais, as alterações no formulário não prejudicaram os pontos anteriormente analisados e atualmente vigentes, pelo contrário, vieram somar às disposições anteriores.

O tópico sobre os fatores de risco da companhia emissora foi mantido no item 4 do novo formulário, mantendo-se a obrigatoriedade no *disclosure* dos fatores de risco ambiental, todavia com modificações sutis, que devem representar uma postura diferente das emissoras: no novo item 4.1, há a separação entre os fatores de risco social e ambiental (subitens “j” e “k”, respectivamente), bem como a criação do subitem “l”, destinados às “questões climáticas, incluindo riscos físicos e de transição” (CVM, 2021, p. 28).

Ainda no tópico 4, houve a relevante inclusão de duas notas de rodapé ao item 4.1, a primeira destacando que a lista de potenciais riscos apresentados não é exaustiva, possuindo caráter mínimo, obrigando que o emissor indique expressamente, caso considere inexistir riscos, a ausência de fatores de risco relevante associados aos subitens expressamente indicados na lista. Ademais, a nota aponta que a relevância dos fatores de risco deve considerar tanto a perspectiva econômico-financeira, em relação ao 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 etc.” (CVM, 2021b, p. 27 e CVM, 2022b, p. 27).

Já a segunda nota de rodapé mencionada acima destaca a importância de a descrição dos fatores de risco ser elaborada em benefício da compreensão dos investidores, proibindo aos emissores a formulação de declarações de caráter genérico sobre os riscos de investimento, que visem apenas à tentativa de isenção ou de limitação de responsabilidade do emissor ou de sua administração. Este acréscimo se mostra importante, especialmente na divulgação sobre riscos do empreendimento, haja vista que impede a conduta de abuso na divulgação de enormes quantidades de informação não relevantes, que desviam o foco dos usuários dos documentos informacionais dos pontos realmente importantes, e a conduta de divulgação de informações abstratas ou genéricas, que não correspondam a uma concreta análise

dos riscos existentes, tornando-se, assim, uma divulgação vazia de conteúdo pertinente⁸⁴.

Deve-se atentar que os referidos acréscimos no tópico 4 do formulário propõem uma mudança relevante de postura dos emissores em relação à necessidade de análise e de divulgação dos fatores de risco ambiental e climático advindos de suas atividades empresariais.

O local em que se inseriram as referidas notas de rodapé, isto é, o tópico referente aos fatores de risco, demonstra uma nítida intenção do regulador em destacar a transparência quanto aos riscos das atividades empreendidas pela emissora, do que se destaca também as novidades inseridas no item 4.1, acima descritas, promovendo o formulário de referência novos patamares de *disclosure* em relação aos riscos ambientais e climáticos.

Pode-se verificar como potenciais fatores que motivaram a alteração da norma neste ponto, além da atual tendência de maior enfoque regulatório em relação ao *disclosure* ambiental nos maiores mercados mundiais, os enormes desastres ambientais e humanitários em que se envolveram grandes empresas nacionais, notadamente os rompimentos de barragem em Mariana/MG, em novembro de 2015, e em Brumadinho/MG, em janeiro de 2019, que ocasionaram a morte de centenas de pessoas e do qual decorreram graves danos ecológicos.

Estas catástrofes obtiveram larga repercussão nacional, fomentando discussões acerca da real transparência das empresas (de maneira especial das grandes corporações) em relação aos riscos decorrentes das suas atividades (PASSARINHO, 2019, passim), em particular aqueles fatores que possam ocasionar danos à comunidade e ao meio ambiente em que se insere a empresa.

Em suma, as informações referentes aos fatores de riscos das empresas emissoras de valores mobiliários ofertados publicamente no mercado de capitais devem abranger a perspectiva do impacto ambiental e climático oriundo da atividade empresarial da referida companhia em relação aos consumidores, aos cidadãos em geral e à comunidade no qual a empresa está inserida, devendo, igualmente, ser

⁸⁴ “My focus here has been on the risk of information overload—the risk that investors will actually make less accurate decisions in the face of more information as they adopt less complicated decision strategies in an effort to simplify their investment decisions. I have tried to provide a framework for thinking about information overload and how it fits within the overall structure of securities regulation. At bottom, information overload raises doubts about the effectiveness of the disclosure philosophy at the core of the federal securities laws” (PAREDES, 2003, p. 484).

exarada de forma compreensível e direta, evitando-se asserções genéricas e abstratas, comumente lançadas nos documentos de divulgação informacional apenas no intuito de limitação de responsabilidades.

A resolução manteve o tópico 5, referente à divulgação da “política de gerenciamento de riscos e controles internos”, destacando a necessidade de publicizar, em relação aos riscos indicados pela emissora no item 4.1, a existência de mecanismos de gestão de riscos e o modo de tal gerenciamento, sendo, em sua maior parte, tópico de cumprimento optativo para as emissoras pertencentes à categoria “B”.

No que tange ao tópico relacionado às atividades do emissor, verifica-se alterações mais aparentes. Os dados concernentes às atividades da companhia passam a figurar no primeiro tópico do formulário, modificando-se consideravelmente os anteriores itens 7.7 e 7.8 (políticas socioambientais), que passam a ser tratados no item 1.9⁸⁵.

Este item acrescenta diversos requisitos relacionados à divulgação de relatórios ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG) pelas companhias emissoras. Desta forma, mantendo-se a lógica anterior, não há imposição, no formulário de referência, de elaboração de relatórios deste tipo pelas companhias que desejam ofertar publicamente valores mobiliários, na esteira de não intervencionismo regulatório declarada pelo presidente da CVM na aprovação da Resolução CVM nº 59/2021. Todavia, às companhias que divulgam relatórios ou documentos informacionais relacionados às pautas ASG, são impostas obrigações informacionais

⁸⁵ “1.9. Em relação a informações ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG), indicar: a. se o emissor divulga informações ASG em relatório anual ou outro documento específico para esta finalidade; b. a metodologia ou padrão seguidos na elaboração desse relatório ou documento; c. se esse relatório ou documento é auditado ou revisado por entidade independente, identificando essa entidade, se for o caso; d. a página na rede mundial de computadores onde o relatório ou documento pode ser encontrado; e. se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de uma matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho ASG, e quais são os indicadores materiais para o emissor; f. se o relatório ou documento considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas e quais são os ODS materiais para o negócio do emissor; g. 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 climáticas; h. se o emissor realiza inventários de emissão de gases do efeito estufa, indicando, se for o caso, o escopo das emissões inventariadas e a página na rede mundial de computadores onde informações adicionais podem ser encontradas; i. explicação do emissor sobre as seguintes condutas, se for o caso: i. a não divulgação de informações ASG; ii. a não adoção de matriz de materialidade; iii. a não adoção de indicadores-chave de desempenho ASG; iv. a não realização de auditoria ou revisão sobre as informações ASG divulgadas; v. a não consideração dos ODS ou a não adoção das recomendações relacionadas a questões climáticas, emanadas pela TCFD ou outras entidades reconhecidas, nas informações ASG divulgadas; vi. a não realização de inventários de emissão de gases do efeito estufa” (CVM, 2021b, p. 15-16 e CVM, 2022b, p. 15-16).

destinadas, como já dito acima, a desincentivar ações que desvirtuem a hígida preocupação ambiental e social das companhias, como o “*greenwashing*”.

Além dos requisitos anteriormente existentes aos relatórios ambientais divulgados pelas companhias emissoras, a nova resolução impõe a indicação de se o documento divulgado possui uma matriz de materialidade ou indicadores-chave (conhecidos também na literatura estrangeira como *key performance indicator* – “KPIs”) de desempenho ambiental, bem como que indicadores materiais seriam esses, impondo, assim, a necessidade de demonstração concreta acerca dos resultados ambientais favoráveis publicizados pela companhia.

Ademais, há o dever de indicar se o relatório considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas e quais seriam os ODS materiais observados pela emissora, com a devida demonstração da materialidade e indicadores-chave para corroborar tal afirmação (interpretando-se conjuntamente o anterior ponto com o ora descrito).

Outra novidade da Resolução CVM nº 59/2021 foi a introdução de quesitos sobre o aspecto climático nos relatórios ambientais, como estabelece a alínea “g” do item 1.9, devendo ser indicado se o relatório considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD) ou as recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas⁸⁶. Já na alínea “h”, a resolução determina a indicação, pela companhia, da realização de inventários de emissão de gases do efeito estufa, com a devida informação sobre o escopo das emissões inventariadas e o sítio eletrônico onde dados adicionais podem ser obtidos.

Importante alteração diz respeito à alínea “i”, que impõe ao emissor a necessidade de explicação acerca de diversas condutas, dentre elas a não divulgação de informações ASG, isto é, há uma mudança de sistemática acerca da divulgação ambiental pelas companhias no que tange à necessidade de os emissores, caso

⁸⁶ “Com isso, foi lançado pelo *Financial Stability Board* (FSB), braço operacional de assuntos financeiros do G20, o *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD), em 2017, com o objetivo criar uma estrutura padronizada, a partir de recomendações para os participantes do mercado com foco nas divulgações²⁸ financeiras relacionadas ao clima. As recomendações do TCFD se concentraram em quatro áreas: governança, estratégia, gestão de riscos e métricas e metas. [...] O TCFD e suas recomendações foram endossados por mais de 1.000 organizações em 55 países, incluindo empresas financeiras que administram mais de US \$ 138 trilhões em ativos. A partir de 2021, a divulgação pública dos relatórios dos signatários do PRI sobre esses indicadores será obrigatória e as respostas dos signatários serão pontuadas” (CVM, 2022c, p. 16).

optem por não divulgar relatório ou qualquer outro documento com informações ambientais, publiquem explicações sobre tal postura.

A mudança acerca da sistemática, a ser implementada a partir da vigência da Resolução CVM nº 59/2021, ao mesmo tempo que proporciona o cumprimento voluntário pelas companhias em relação a elaboração e divulgação de relatórios ambientais, deixando às emissoras a análise e decisão acerca dos benefícios desta divulgação informacional (indo, assim, por um caminho regulatório menos intervencionista, neste aspecto), também possibilita uma melhor ponderação do mercado e dos demais interessados (*stakeholders* e potenciais investidores, por exemplo) sobre as razões das companhias para não divulgarem tais dados, propiciando a criação e o aumento de pressão de tais interessados sobre a emissora.

A existência de uma maior canalização de pressão em face das companhias emissoras, decorrente desta transparência informacional, poderá fomentar, em período razoável, a mudança de postura das companhias abertas, tanto as que adentram no mercado de capitais quanto as que já ofertam publicamente valores mobiliários, aumentando a proporção das empresas que divulgam relatórios e informações ambientais, incentivando, desta forma, uma procura de melhoria na transparência ambiental pelas companhias como forma de acompanhar o mercado e de se destacar perante os concorrentes.

Esta sistemática, que impõe àqueles que não divulgam relatórios ambientais a publicação de explicação sobre tal postura, foi inserida no Brasil pela B3, em dezembro de 2011, como um programa de adesão voluntário pelas companhias listadas na referida bolsa de valores, sendo uma forma de promover as boas práticas informacionais, para proporcionar um diferencial de mercado às companhias aderentes ao programa e para fomentar a cultura de responsabilidade ambiental das empresas. Como será visto no tópico pertinente, o referido programa, denominado de “Relate ou Explique”, obteve crescente adesão por parte das empresas listadas na bolsa de valores, sendo clara influência advinda da autorregulação para a regulação do mercado de capitais.

No tópico sobre “assembleia geral e administração”, foi introduzido o item 7.2.c, que determina, em relação ao conselho de administração, a indicação acerca da existência de canais instituídos pela companhia para o recebimento de informações sobre pontos críticos relacionados a temas e práticas ASG e de *compliance*. Na prática empresarial contemporânea, as companhias, como forma de melhorar a relação direta

entre a administração superior e os diversos interessados na empresa (os *stakeholders*), têm instituído meios de canalizar o envio de informações relevantes pelos interessados de forma direta aos comitês e órgãos temáticos criados como apoio ao conselho de administração. No caso, a resolução estabeleceu a necessidade de indicação de existência de canal que possibilite o recebimento de comunicações sobre matéria ambiental sensível à companhia diretamente ao conselho de administração da empresa emissora. Esta disposição é facultativa em relação ao emissor registrado na categoria “B”.

Apesar de as referidas mudanças no formulário de referência não terem ainda surtido efeitos práticos, considerando que a Resolução CVM nº 59/2021 (republicada pela Resolução CVM nº 87/2022) entrará em vigor apenas em janeiro de 2023, pode ser ponderado que, em teoria, estas alterações introduzem importantes mecanismos de *disclosure* ambiental no principal instrumento de divulgação informacional das companhias brasileiras que eram, até então, inexistentes no ambiente regulatório do mercado de capitais.

Estas modificações regulatórias foram instituídas para proporcionar, em alguns anos de aplicação, impactos positivos consideráveis no âmbito do *disclosure* ambiental, incentivando, principalmente, a elaboração e divulgação de relatórios ambientais pelas companhias emissoras de forma cada vez mais detalhada e embasada, possibilitando a análise mais completa e fidedigna, pelo mercado em geral, acerca do desempenho ambiental das empresas.

O caminho buscado pelo regulador brasileiro quanto à divulgação de dados ambientais foi de viabilizar alterações consideráveis, mas não em grande extensão ou em caráter cogente, assim, em vez de estabelecer diversos novos quesitos obrigatórios de *disclosure* ambiental, o que aumentaria os custos de observância dos emissores, podendo afetar negativamente a entrada e a manutenção de empreendimentos no mercado de capitais, especialmente os de menor porte, o regulador optou por incentivar as boas práticas de mercado, estabelecendo os requisitos mínimos dos documentos de informação ambiental, além de estabelecer a política de explicação pelo emissor que não divulgue relatório ambiental.

A regulação, portanto, inclina-se para a ponderação entre a necessidade cada vez maior de divulgação e transparência de informações ambientais pelas companhias (informações ASG, em geral) e a necessidade de equilíbrio regulatório que permita fomentar o crescimento do mercado de capitais brasileiro, especialmente

para novos agentes, com a diminuição da burocracia e a melhoria do ambiente econômico do País.

Verifica-se, igualmente, a intenção do regulador de deixar aos demais agentes do mercado, como as bolsas de valores, a complementação da regulação estatal em relação ao objeto aqui estudado por via da autorregulação em suas diversas vertentes, como, a exemplo do programa “Relate ou Explique”, o fomento de segmentos de listagem de títulos e valores mobiliários e a criação de índices de títulos que estabeleçam maiores condicionantes informacionais para os emissores que aderirem, possibilitando a tais companhias uma melhor diferenciação de mercado.

3.3.2 Prospecto de emissão: riscos na oferta pública

O segundo instrumento a ser analisado se trata do prospecto, documento necessário para o registro de oferta pública de valores mobiliários pelas companhias brasileiras, sem o qual a oferta pública pode ser considerada irregular, acarretando diversas sanções ao emissor, inclusive na esfera criminal.

O prospecto, desta forma, pode ser definido como o instrumento informacional diretamente relacionada à oferta pública de um valor mobiliário específico, podendo este ser um valor mobiliário de participação (como as ações de sociedade anônima) ou de dívida (como as debêntures e as notas comerciais).

Neste sentido, considerando que o formulário de referência é centrado nas informações gerais da companhia potencialmente ofertante de valor mobiliário, não estando vinculado à divulgação de informações de uma emissão específica, o prospecto se afigura como ferramenta informacional focada em um emissão singularmente considerada, utilizando-se, portanto, dos dados já existentes no formulário, de modo referencial, direcionando os requisitos informacionais para questões mais intrínsecas à emissão e ao título ou valor mobiliário a ser emitido.

Em termos de desenvolvimento legislativo no Brasil, verifica-se que o ordenamento pátrio, por influência da sistemática de registro obrigatório de emissão de títulos e valores mobiliários ofertados publicamente estabelecida nos Estados Unidos por via da *Securities Act* de 1933 e da *Securities Exchange Act* de 1934, também passou a estabelecer documentos informacionais obrigatórios relacionados às ofertas realizadas no mercado de capitais nacional (COPOLA, 2013, p. 191).

Foi por via da Lei nº 4.728/1965 que se previu, inicialmente, a figura do prospecto de emissão de valor mobiliário, consoante estipulado no artigo 21, *caput* e § 2º, estabelecendo-se a obrigatoriedade de registro prévio de toda emissão de título ou valor mobiliário ofertado publicamente, impondo-se que o pedido do referido registro será acompanhado “[...] dos prospectos e quaisquer outros documentos a serem publicados, ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção de lançamento da emissão” (BRASIL, 1965).

A Lei nº 6.385/1976, em consonância com a lei anterior, determinou, no artigo 19, a obrigatoriedade de registro prévio de emissões públicas de valores mobiliários, estipulando, em seu parágrafo 7º, que o “[...] pedido de registro será acompanhado dos prospectos e outros documentos quaisquer a serem publicados ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento” (BRASIL, 1976a).

Já a Lei nº 6.404/1976 disciplina a figura do prospecto relacionado à constituição de sociedade anônima por via de angariação pública de capital, estabelecendo seu artigo 82 que a constituição de companhia por subscrição pública dependerá de prévio registro da emissão na CVM, além de obrigar a intermediação de instituição financeira. Ademais, o parágrafo 1º, alínea “c” do referido artigo indica o prospecto como um dos documentos que deverá obrigatoriamente instruir o pedido de registro de emissão junto ao ente regulador. O prospecto de subscrição pública é detalhado, ademais, no artigo 84 da lei, no qual se encontram seus requisitos mínimos.

A CVM regula o prospecto extensamente por via da Instrução CVM nº 400/2003, que tem como principal objetivo disciplinar “[...] as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral” (CVM, 2003, art. 1º). Neste sentido, a referida instrução regulamenta as disposições legais acima referidas, obrigando ao registro de toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários no âmbito do território nacional, instituindo os meios, os requisitos e os documentos informacionais necessários para a efetuação da oferta pública.

É neste norte que a Instrução CVM nº 400/2003 regulamenta o prospecto como principal documento informacional da oferta pública de distribuição de valor mobiliário, sendo definido em seu artigo 38⁸⁷ e seguintes, nos quais são estabelecidos todos os

⁸⁷ “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível,

requisitos necessários à validade do prospecto, bem como as matérias e informações que devem ali estar dispostas, de forma completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, como indicado na referida norma.

De modo geral, o prospecto deverá conter informações sobre os seguintes pontos: sobre a oferta, em si considerada; sobre os valores mobiliários objeto da oferta e os seus direitos respectivos; sobre o ofertante; sobre a companhia emissora e sua situação econômico-financeira e patrimonial; sobre eventuais terceiros garantidores das obrigações oriundas dos valores mobiliários ofertados; sobre eventuais terceiros que venham a receber recursos advindos da oferta.

O prospecto, além disso, da mesma forma que o formulário de referência, tem sua estrutura e seu conteúdo mínimo traçados no Anexo III da Instrução CVM nº 400/2003, em que se enumeram diversos itens concernentes aos pontos acima citados.

Com a instituição da nova sistemática de registro de emissor estabelecida por via do registro do formulário de referência, nos moldes da Instrução CVM nº 480/2009, estudada no tópico anterior, as informações mínimas e a própria estrutura do prospecto foram consideravelmente modificadas.

Anteriormente, o prospecto figurava como documento informacional de maior peso na estrutura regulatória brasileira, haja vista a sua importância na concentração de dados relativos à própria oferta, bem como relacionados ao emissor do valor mobiliário, contendo diversas informações acerca do ofertante, como aquelas pertinentes à estruturação do capital e do controle da companhia, à sua administração, aos fatores de risco da atividade empresarial da companhia, dentre outras (PITTA, 2013, p. 189).

Com a implantação do *shelf registration system*, por via da reforma de 2009, o prospecto passou a ser um documento complementar ao formulário de referência, sendo que este, inclusive, deverá ser atualizado pela companhia emissora quando da realização efetiva de oferta de distribuição pública de valor mobiliário⁸⁸. Desta forma,

de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento” (CVM, 2003).

⁸⁸ “Em complemento à nova categorização, seguindo diretrizes internacionais, a Instrução CVM nº 480/09 também determina que as informações referentes ao emissor sejam reunidas em um único documento, o Formulário de Referência, que deve ser atualizado no mínimo anualmente. Na ocorrência de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, basta que o emissor elabore um documento suplementar contendo informações específicas sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. Estes dois documentos, em conjunto, fornecerão ao investidor todas as informações de um prospecto convencional – concebido antes da reforma de 2009 como o documento

diversas informações que anteriormente eram dispostas no prospecto ou em outros documentos relacionados à oferta agora passam a fazer parte do formulário de referência, que será utilizado pelo prospecto para referenciar as mais diversas informações, especialmente relacionadas à companhia e suas atividades, focando o prospecto na oferta e seus desdobramentos⁸⁹.

Em consequência, a regulamentação atual no País passou a possibilitar o preenchimento dos requisitos mínimos de divulgação por via de um prospecto não tão extenso quanto antes, possibilitando a maior rapidez de absorção das informações pelo mercado, ao mesmo tempo em que a atualização periódica do formulário de referência, contendo um número maior de dados sobre a emissora, possibilita aos interessados (especialmente aos agentes que atuam profissionalmente no mercado de capitais, como gestores de ativos e de carteira de investimento, administradores e analistas de mercado) uma análise contínua e recorrente das informações ali prestadas.

Quanto aos requisitos obrigatórios do prospecto relacionados diretamente ao *disclosure* ambiental há o item “4” do Anexo III, intitulado de “Fatores de Risco da Oferta”⁹⁰.

As informações relacionadas aos fatores de risco, conforme já analisado no tópico anterior, devem indicar dados que demonstrem, de forma completa, direta, clara e compreensível, situações e prognósticos razoáveis de risco relacionados ao ofertante e ao valor mobiliário emitido. No formulário de referência, como já visto, os fatores a serem apresentados são aqueles relacionados a companhia de forma geral, aqueles relacionados às atividades, aos ativos e aos demais aspectos de operação da companhia. No caso do prospecto, como se verifica pela leitura do Anexo III, os fatores de riscos a serem publicados são aqueles referentes a própria oferta e ao valor mobiliário emitido.

que deveria conter todas as informações necessárias relativas ao emissor e à oferta” (COPOLA, 2013, p. 261).

⁸⁹ “A partir da adoção do Formulário de Referência, o prospecto passa a ser, quando da realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, apenas um documento suplementar, contendo as informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta, incorporando, por referência, as informações atualizadas a respeito do emissor contidas no Formulário de Referência” (PITTA, 2013, p. 194-195)

⁹⁰ “4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores de risco relacionados com a oferta e com o valor mobiliário que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta” (CVM, 2003, p. 80).

Podem ser indicados, como fatores de risco comuns às ofertas públicas de distribuição e aos valores mobiliários ofertados em geral, os seguintes, que são relacionados pela SEC como sendo os mais relevantes para o investidor: risco empresarial, relacionado à situação de saúde econômico-financeira da empresa; risco de volatilidade, relacionado flutuação de preço dos ativos; risco de inflação, referente a potencial corrosão do investimento em situações de alta inflação; risco de taxa de juros, concernente aos potenciais efeitos deletérios da variação da taxa de juros do mercado em relação ao investimento; e o risco de liquidez, referente ao risco que o investidor pode correr ao não encontrar um preço adequado para ofertas de negociação com o ativo investido⁹¹.

O prospecto, neste sentido, tem a função de proporcionar aos interessados a averiguação completa de eventuais riscos relacionados à oferta e ao valor mobiliário ofertado, não se devendo considerar – como dá a entender a parte final do subitem “4.1” do Anexo III – apenas os aspectos financeiros e econômicos dos eventuais riscos, mas também as demais contingências relacionadas às esferas ambientais e sociais subjacentes à oferta.

Isto se deve, inclusive, pela interpretação sistemática da regulamentação informacional da CVM, tomando-se como base a relevante e recente inclusão, pela Resolução CVM nº 59/2021, das duas notas de rodapé ao item 4.1 no Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009, que disciplinam a compreensão e aplicação do *disclosure* dos fatores de risco no âmbito do formulário de referência, conforme pormenorizado no tópico anterior.

Esta conclusão não poderia ser diferente, já que que o prospecto, como importante documento informacional, complementar ao formulário de referência, e em aplicação ao artigo 38 da Instrução CVM nº 400/2003 acima citado, deve conter as informações completas e precisas acerca da oferta, em harmonia com as exigências e informações prestadas no formulário de referência.

Outro quesito obrigatório do prospecto, que pode se relacionar ao *disclosure* ambiental, sendo definido no item “3.5” do Anexo III, é relativo à divulgação das informações referentes à destinação de recursos oriundos da negociação com os valores mobiliários emitidos. No referido item são enumerados os diversos dados informativos que são de publicização obrigatória, destacando-se a necessidade de

⁹¹ Conferir “What is Risk?”, disponível em: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/what-risk>>, acesso em 24 abr. 2022.

divulgar, de forma clara e objetiva, o direcionamento que a companhia pretende dar aos recursos recebidos e decorrentes da oferta.

Este quesito está diretamente ligado à indicação dos fatores de risco da oferta e do valor mobiliário, considerando que, a depender dos específicos projetos, negócios e ativos a que foram destinados os recursos captados com a oferta pública, os riscos a eles relacionados serão particulares, devendo a companhia, como já afirmado acima, caracterizar as contingências ambientais (incluindo-se neste termo a questão climática) existentes em relação ao projeto perseguido.

Por outro lado, as informações sobre a destinação de recursos podem ser utilizadas para guiar investidores interessados em negócios que possuam maior preocupação com o meio ambiente a valores mobiliários emitidos para captação e destinação de recursos a projetos “verdes”.

Estes valores mobiliários de emissão e distribuição pública são conhecidos pela literatura estrangeira como *green bonds*⁹² (“títulos verdes”), considerando a incorporação de objetivos ambientais ligados à captação e destinação dos recursos, o que favorece o interesse de uma ampla gama de investidores, especialmente institucionais, que, cada vez mais, aumentam a relevância de ativos “verdes” em suas carteiras⁹³.

Em perspectiva paralela ao crescimento dos *green bonds* no mercado de capitais em todo mundo, amplia-se cada vez mais os mecanismos legais de responsabilização dos investidores e das instituições financeiras em relação ao financiamento de empresas e projetos nocivos ao meio ambiente, devendo-se adotar postura ativa de análise e verificação das informações publicadas pela companhia no momento da oferta, sob pena de corresponsabilidade pelos danos ecológicos. O

⁹² “‘Green’ or ‘climate’ bonds are a new asset class that has received increasing attention over the past few years as a potentially attractive financial instrument to help overcome this low-carbon investment challenge. Currently, the green bond market unlocks a number of benefits – including easing the redirection of capital – by increasing the transparency of information available to investors on underlying assets and companies [...] Today, the attention of the market has so far mainly focused on climate-related co-benefits – greenhouse gas (GHG) mitigation and adaptation to future climatic changes. However, green bonds could theoretically be used to support more varied environmental co-benefits” (SHISHLOV; MOREL; COCHRAN, 2016, p. 7-8).

⁹³ “In many jurisdictions, there are initiatives aimed to promote sustainable capital markets, e.g., the promotion of green bonds. In many cases, these initiatives represent joint efforts by the public and the private sectors. Responses from asset and fund managers varied according to market practices in the use of ESG financial instruments. A few respondents (6 percent) noted that the development of ESG financial instruments has been driven by clients’ demand. Green and social bonds remain the most commonly used ESG financial instruments in most markets. Seventy-five percent of stock exchanges reported that green bonds are commonly used and 30 percent of stock exchanges reported that ESG-related indices are commonly used” (IOSCO, 2020, p. 9).

prospecto, portanto, é ferramenta essencial para balizar a análise de riscos quanto aos financiamentos de projetos que ponham em risco o meio ambiente⁹⁴.

Importante aspecto regulamentado pela Instrução CVM nº 400/2003 diz respeito à figura do intermediador da oferta (também chamado de *underwriter*). Conforme abordado em capítulo precedente, as ofertas públicas de valor mobiliário devem, como regra geral, ser intermediadas por instituições financeiras, consoante previsto na Lei nº 6.385/1976⁹⁵, que auxiliarão as companhias emissoras na colocação pública dos valores mobiliários.

As instituições intermediadoras exercerão a função econômica fundamental de “[...] servir como um elo de aproximação entre a empresa que emite publicamente os títulos e os investidores, prestando assessoria à companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários” (EIZIRIK et al., 2011, p. 181).

Além do mais, importante aspecto para o cumprimento dos deveres de transparência pelas companhias emissoras de valor mobiliário se refere à responsabilidade que as instituições intermediadoras possuem em relação à higidez das informações prestadas pelas ofertantes (inclusive no que tange à omissão de dados, se ficar caracterizada falha ao dever de diligência da intermediadora, que será considerado dentro dos patamares de razoabilidade que o mercado exige em relação a tal tipo de serviço financeiro especializado).

No que tange à responsabilidade do *underwriter*, a doutrina pátria, com base na regulamentação pertinente, especialmente da Instrução CVM nº 400/2003,

⁹⁴ “A falta da adequada incorporação da variável ambiental, nas análises de concessões dos financiamentos e, conseqüentemente, nos contratos de financiamentos, consiste em conduta omissiva por parte das instituições financeiras, diante do dever de proteção ambiental, previsto no artigo 170, inciso VI, e no artigo 225, caput, da Constituição Federal de 1988. Tal omissão caracteriza o nexo de causalidade, levando as instituições financeiras à responsabilidade pelos passivos ambientais gerados pelos empreendimentos financiados, diante da teoria do risco integral adotada pelo microsistema do Direito Ambiental. Assim, por meio de conduta omissiva, as instituições financeiras concorrem para a prática dos danos ambientais causados pelas atividades financiadas, sujeitando-se a ser responsabilizadas objetiva, solidaria e integralmente pelas reparações dos danos ambientais, conforme interpretação conjunta do artigo 3º, incisos III, letra “a”; e inciso IV; artigo 4º, inciso VII; e artigo 14, §1º, da Lei nº 6.938/81, recepcionados pelo §3º, do artigo 225, da Constituição Federal de 1988. Além da interpretação conjunta do artigo 21, da Lei nº 7.347/85, com o parágrafo único, do artigo 7º, da Lei nº 8.078/90” (MESSIAS; SOUZA, 2015, p. 291).

⁹⁵ “Art. 19 [...] § 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira” (BRASIL, 1976a).

examina a questão sob a ótica do dever de diligência dos agentes intermediadores, que deverão agir com elevada cautela⁹⁶.

A responsabilização do *underwriter* por falhas informacionais vem sendo cada vez mais pautada e focada pelos órgãos regulatórios e autorregulatórios – nos mesmos moldes da responsabilização de financiadores e investidores de projetos ambientalmente danosos, como acima discutido –, que visam implementar normas gradativamente mais criteriosas para aferição no cumprimento de tais deveres pelos intermediadores, em decorrência da própria pressão social e institucional voltada à preservação do meio ambiente, como discutido no capítulo anterior.

Considerando que a emissão pública de valor mobiliário é evento que demanda a atualização do formulário de referência pela companhia, cujo teor completo deverá ser anexado ao registro da oferta pública, conforme acima mencionado, verifica-se a necessidade de conferência e checagem, pelo *underwriter*, das informações prestadas pelo emissor nestes dois importantes documentos informacionais. Portanto, o intermediador deverá traçar meios confiáveis de verificação das informações relacionadas ao *disclosure* ambiental da companhia, sob pena de ser responsabilizado pela eventual omissão de informações relevantes ou pela divulgação errônea de dados vinculados aos riscos ambientais ou matérias afins, que demandam divulgação da emissora.

Desta forma, o prospecto deve, em complementação ao formulário de referência, adequadamente endereçar, de forma objetiva e completa, os principais aspectos relacionados às contingências ambientais (e, por conseguinte, climáticas) concernentes ao valor mobiliário objeto da emissão, possibilitando aos investidores e demais interessados (*stakeholders*), em cotejo com os já apontados tópicos de *disclosure* ambiental obrigatórios no formulário de referência, observar os aspectos ambientais, em seu caráter positivo ou negativo, da oferta.

⁹⁶ “No Brasil, este princípio foi expressamente reconhecido pelo § 1º do artigo 56 da Instrução CVM nº 400/2003, o qual determina que incumbe ao *underwriter* líder tomar todas as cautelas e ‘agir com elevados padrões de diligência’ para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada não só por ocasião do registro da emissão pública mas também durante todo o prazo de distribuição dos valores mobiliários. Aliás, recente estudo econômico demonstra que a existência de normas legais e regulamentares impondo responsabilidade aos *underwriters* pelos prejuízos causados aos investidores em razão de informações falsas ou enganosas nos prospectos de ofertas pública é essencial para aumentar a eficiência do sistema de colocação dos valores mobiliários no mercado, bem como fortalece a atuação dos *underwriters* na supervisão da atuação dos administradores e acionistas controladores da companhia emissora” (EIZIRIK et al., 2011, p. 193-194, grifo do autor).

Verifica-se, então, que o prospecto possui importantes mecanismos de *disclosure* ambiental, especialmente no que se relaciona à divulgação dos fatores de risco da oferta e do valor mobiliário e a da destinação dos recursos a serem captados com a emissão, além de estabelecer obrigações de diligência ao intermediador da oferta pública (*underwriter*), que poderá ser responsabilizado pelas informações (ou falta delas) divulgadas pela companhia.

3.3.3 Divulgação de fato relevante e meio ambiente

Além da sistemática de divulgação de informações das companhias abertas por via da publicação de documentos informacionais de forma periódica (como o formulário de referência) ou de forma eventual (no caso do prospecto, em ocasião de distribuição pública de um valor mobiliário)⁹⁷, o ordenamento pátrio, sob influência da legislação estrangeira, prevê um outro meio de divulgação empresarial, destinado à transparência, de forma célere em relação aos acontecimentos, quanto aos atos ou fatos relevantes para a companhia que possam influir razoavelmente nos valores mobiliários de emissão da empresa.

O dever de divulgação de ato ou fato relevante pelas companhias abertas, apesar de não previsto expressamente na lei anterior das sociedades por ações (o Decreto-Lei nº 2.627/1940), foi regulamentado, ainda de forma incipiente, pela Resolução CMN nº 88, de 30 de janeiro de 1968, que previa, em seu item VI, alínea “d”, a necessidade de assinatura de compromisso formal pelas companhias de divulgação ao público de decisões tomadas pelos administradores ou sócios da companhia que pudessem impactar nos preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influir na decisão dos investidores (PITTA, 2013, p. 209).

O regime atual da divulgação de atos ou fatos relevantes adveio, contudo, por meio da nova lei do mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385/1973) e da nova lei das sociedades por ações (Lei nº 6.404/1976), nas quais, em seus artigos 22 e 157, respectivamente, previu-se expressamente o dever de os administradores de

⁹⁷ “Quanto à frequência, as informações podem, seguindo a divisão e nomenclatura adotada pela CVM em diversas normas, ser classificadas em periódicas ou eventuais. São periódicas aquelas informações que devem ser prestadas em períodos determinados, como, por exemplo, as demonstrações financeiras e as informações para a assembleia geral ordinária. O dever de divulgar fato relevante, por sua vez, é um exemplo de informação eventual cuja existência depende da ocorrência de determinado evento (assim como, por exemplo, as informações divulgadas para assembleias gerais extraordinárias)” (MOTA, 2013, p. 46).

companhia aberta comunicarem imediatamente, por via da bolsa de valores e dos meios gerais de publicização (atualmente voltados à divulgação eletrônica dos fatos), qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possam influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores em negociar com os valores mobiliários e títulos de sua emissão (vide § 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976).

Após a publicação das duas leis citadas acima, a divulgação de ato ou fato passou a ser disciplinada pela Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, que também estabeleceu normas sobre o dever de guardar sigilo acerca de informações privilegiadas e sobre a utilização de tais informações.

Atualmente, a matéria é objeto da Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002), a qual prevê as definições de ato ou fato relevante já em seu artigo 2º, analisado no capítulo precedente: considera-se relevante o ato ou fato que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia, na decisão dos investidores em negociar com tais valores mobiliários ou na decisão do investidores em exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valor mobiliário emitido pela companhia.

A Resolução CVM nº 44/2021, buscando evidenciar fatos que devem ser tomados como potencialmente relevantes, enumera, de forma exemplificativa, diversas situações que presumivelmente devem ser divulgadas pelo regime da referida resolução, sendo elas, dentre outras, a mudança de controle; a mudança na composição do patrimônio da companhia; a renegociação de dívidas relevantes; o lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; a aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; o início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; a descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; e a modificação de projeções divulgadas pela companhia.

As demais normas da referida resolução, além de preverem o tempo e o modo de realização da divulgação do fato relevante pela companhia e as exceções para tal divulgação, instituem vedações e disposições sobre a utilização de informações privilegiadas, buscando coibir a prática de *insider trading*.

Importa salientar, para os fins deste estudo, que a definição acima indicada deve ser interpretada em conjunto com as demais normas de *disclosure*, à luz das funções do dever de prestação informacional, isto é, tendo por base a proteção aos investidores e a higidez do mercado em geral. Com isso, a regra acima mencionada

deve abranger a divulgação de fatos que, mesmo que não envolvam de forma direta e específica a companhia emitente do valor mobiliário publicamente ofertado, seja capaz de impactar ponderavelmente na cotação do valor mobiliário e na decisão dos investidores em negociar com tal título (MOTA, 2013, p. 210).

As aplicações do referido instituto em relação ao *disclosure* ambiental, tendo em vista as definições da Resolução CVM nº 44/2021 e a interpretação corrente do instituto, podem ser relacionadas a qualquer circunstância fática da companhia e de seus negócios e atividades que digam respeito a matéria ambiental e que possam, de forma razoável, influenciar nas cotações dos valores mobiliários emitidos e nas decisões dos investidores.

Desta sorte, há aqui um enorme espectro de situações que, relacionando-se com questões ambientais, possam se inserir na obrigação legal de divulgação pela companhia na sistemática ora analisada, basta que haja, em relação a tal fato, uma potencialidade de influência sobre os caracteres objetivos (cotação) e subjetivos (investidores e suas possíveis decisões) apontados pela norma.

A análise acerca da necessidade de divulgação de fatos sob este regime, portanto, deverá se coadunar com um comportamento previsto do mercado (cotações) e dos investidores, tomando-se por base a experiência e a razoabilidade.

Com isso, há que se ter em mente que as mutações das exigências e pressões do mercado quanto aos níveis de proteção ambiental atrelados à atividade empresarial agirão diretamente na potencialidade que um fato de repercussão ambiental (como a tomada de conhecimento acerca de uma novo processo judicial por alegação de danos ambientais ou a ocorrência de um desastre ambiental) pode ter em relação à variação da cotação de valor mobiliário emitido e em relação à decisão de negociação de tais valores pelos investidores.

Da mesma forma que explicado no tópico anterior, as relevantes modificações na Instrução CVM nº 480/2009 decorrentes da Resolução CVM nº 59/2021, que alterou diversos aspectos do formulário de referência, devem igualmente servir de suporte hermenêutico, à luz da interpretação sistemática e teleológica, às normas de divulgação informacional consignadas na Resolução CVM nº 44/2021, em especial as inclusões promovidas no item no Anexo 24 (formulário de referência) da Instrução CVM nº 480/2009.

Neste sentido, a relevância dos fatos deve ser analisada sob a ótica da potencialidade de impacto sobre o valor dos valores mobiliários e a decisão dos

investidores numa análise global, não só em decorrência de acontecimentos que diretamente possam influir nos aspectos econômicos e financeiros da empresa, mas também em relação a fatos que possam ocasionar “[...] impactos externos causados pelo emissor, não apenas sobre investidores, mas também sobre terceiros como cidadãos, consumidores, empregados, comunidades etc.” (CVM, 2021, p. 27), destacando-se, para este estudo, os acontecimentos de impacto ambiental relevante.

Como exemplo concreto de situação ensejadora de divulgação com base na referida instrução que gerou a abertura de procedimento perante a CVM, há o já citado Processo Administrativo CVM N.º SEI 19957.002632/2017-93, no qual foi lavrado termo de compromisso para pagamento de multa pelo então diretor de relações com investidores da empresa investigada, haja vista a omissão de divulgação obrigatória de fato relevante, que, neste caso, tratava-se da existência de procedimento administrativo ambiental perante o Ministério Público do Rio de Janeiro e a assinatura de termo de ajustamento de conduta com o *parquet*, em que ficou consignado que, na hipótese de seu descumprimento, poderia haver a paralização das atividades de sua unidade fabril mais relevante (CVM, 2017).

Apesar de, no referido caso, a área técnica da CVM ter se referido apenas ao descumprimento do inciso XIX, do parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002⁹⁸ (norma que subsiste na Resolução CVM nº 44/2021), deve se considerar que a própria existência do procedimento ambiental e da assinatura do termo de compromisso – por serem circunstâncias relevantes em termos de impacto ambiental e, portanto, poderem exercer importante influência nas decisões dos investidores e na cotação dos preços dos valores mobiliários da companhia –, já poderia ser considerada um fato relevante nos termos do artigo 2º, *caput*, da referida instrução.

Outros exemplos relevantes, desta vez de ocorrência de publicação de fato relevante em decorrência de situações de alto impacto ambiental, são os desastres ambientais de rompimento de barragens de rejeitos minerais em Mariana, em 05 de novembro de 2015, e em Brumadinho, em 25 de janeiro de 2019, já mencionados ao longo deste trabalho. Em relação ao primeiro caso, a barragem era operada pela Samarco Mineração S.A., uma *joint-venture* das empresas de mineração Vale S.A. e a anglo-australiana BHP Billiton, sendo a primeira uma companhia aberta nacional com valores mobiliários negociados na bolsa de valores de São Paulo. Diante disto,

⁹⁸ “XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;” (CVM, 2002, p. 3).

pode-se verifica as divulgações, no sítio eletrônico da Vale S.A., sobre o ocorrido em Mariana, em 9 de novembro de 2015 e 12 de novembro de 2015⁹⁹.

Quanto ao desastre de Brumadinho, cuja barragem era operada pela própria Vale S.A., houve duas comunicações ao mercado acerca do fato relevante no mesmo dia da ocorrência do evento¹⁰⁰, além de divulgações posteriores acerca de fatos significativos decorrentes do desastre ambiental e humanitário, como, por exemplo a informação acerca de bloqueios de recursos com base em decisões judiciais e imposições de multas administrativas em patamares elevados¹⁰¹, em 27 de janeiro de 2019, e a divulgação sobre o relatório final da Comissão Parlamentar de Inquérito do Senado Federal acerca do ocorrido, em 02 de julho de 2019¹⁰².

As exemplificações acima, todavia, não devem passar a impressão que o dever de divulgação de fatos relevantes se prestam apenas para publicizar fatos danosos ao meio ambiente após as suas ocorrências, devendo ser relevante na transparência acerca de qualquer situação de impacto considerável para a empresa, como a existência de procedimento administrativo ou judicial de natureza ambiental, a realização de relatórios e pareceres sobre riscos ambientais de atividades e projetos da companhia, a promoção de pesquisas que possam estabelecer riscos ou demais contingências ambientais aos negócios ou produtos da companhia, dentre outras situações, que devem ser consideradas na perspectiva de interesse dos investidores.

A sistemática de divulgação de ato ou fato relevante pelas companhias abertas, então, mostra-se outro instrumento importante para, além da efetivação da transparência quanto aos acontecimentos relevantes sob o viés puramente econômico ou financeiro, a transparência das companhias no que tange aos fatos de caráter

⁹⁹ Conferir “Vale sobre o impacto de produção com o acidente da Samarco”, disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/00e336cb-3ac9-481e-9f5b-cc95c6500d1a?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022; e “Vale sobre o acidente na Samarco”, disponível em <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/23c01b92-bfd7-462c-b90c-d0190b424cd2?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022.

¹⁰⁰ Conferir “Vale informa sobre rompimento de barragem em Brumadinho, Minas Gerais”, disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/f5409cb6-e8f1-4e48-8eb5-826a9e643c7f?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022; e “Atualização - Rompimento de barragem na Mina Feijão, em Brumadinho, Minas Gerais”, disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/c5675abe-2b2f-458c-870f-9257d89fb9e4?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022.

¹⁰¹ Conferir “Vale informa sobre bloqueios de recursos e de imposição de sanções administrativas”, disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/533c9cd4-59e2-403e-8fce-e39fb29e1de1?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022.

¹⁰² Conferir “Vale comenta sobre relatório final da CPI de Brumadinho”, disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/145458a9-c940-47e7-9467-35a36e5358ee?origin=1>>, acesso em 29 mar. 2022.

ambiental, perfazendo, em conjunto com os demais instrumentos informacionais analisados nos tópicos precedentes, um arcabouço normativo importante para a manutenção de um nível razoável de *disclosure* ambiental obrigatório pelas companhias abertas brasileiras.

3.3.4 Relatório de sustentabilidade e outros documentos semelhantes

Apesar de não ser um documento informacional de divulgação obrigatória pelas companhias abertas no ordenamento jurídico brasileiro, o denominado relatório de sustentabilidade (documento informacional destinado à divulgação de dados relacionados aos aspectos ASG da atividade empresarial das companhias) passa, após a edição da Resolução CVM nº 59/2021, a ter sua elaboração e publicação incentivadas pela CVM a todas as companhias abertas (não só aquelas que compõe o segmento “Novo Mercado” da B3, que anuíram na política “Relate ou Explique” para acessar tal listagem, conforme visto acima), já que as empresas que não realizarem esta divulgação deverão apresentar explicações acerca de tal omissão (vide item 1.9, alínea “i”, do formulário de referência, conforme atualizado pela Resolução CVM nº 59/2021).

Consoante visto nos tópicos anteriores, o relatório de sustentabilidade se trata do documento informacional mais específico e importante no que se refere ao *disclosure* ambiental das empresas, haja vista a prática de mercado de concentrar as informações não financeiras da companhia, relacionadas à pauta ASG, neste documento singular de divulgação periódica.

Este documento pode ser conceituado como “[...] resultado de um processo que visa identificar, mensurar e prestar contas sobre as ações das organizações com vistas à sustentabilidade” (PLETSCH et al, 2017, p. 6)¹⁰³. Da mesma forma, o relatório também é caracterizado como documento informacional no âmbito de divulgação dos ativos tangíveis e, especialmente, intangíveis, buscando demonstrar o valor

¹⁰³ “As organizações que integram a cultura de ser sustentável, são beneficiadas na criação de valor, devido a transparência em relação ao meio ambiente e à sociedade. Assim, a contabilidade passa a ter uma grande relevância no disclosure das informações relacionadas ao desenvolvimento sustentável (Santos et al., 2017). E a informação fornecida pela contabilidade socioambiental pode estar evidenciada em diversos documentos, mas, para a realização desse estudo, foram identificadas a evidenciação somente nos documentos de Balanço Social, Relatório Anual de Sustentabilidade e Relatório Integrado (Souza et al., 2008; Weis, 2019). No entanto, devido à inexistência de perspectivas homogênea para elaboração desses documentos, a comparabilidade torna-se difícil (Costa & Marion, 2007)” (SANTANA, 2019, p. 14).

envolvendo “[...] marca, reputação, qualidade da governança, qualidade da gestão, histórico de respeito aos direitos humanos, aspectos sociais e trabalhistas e a consideração dos ecossistemas na comunidade em que a empresa atua” (MENESES, 2021, p. 118).

Os elementos e informações comuns que compõe os relatórios de sustentabilidade são aqueles envolvendo os aspectos ASG da atividade empresarial, ou seja, que tratam das questões sociais (especialmente envolvendo emprego e renda, *compliance* de legislação trabalhista e de direitos humanos, promoção de iniciativas sociais, dentre outros), de governança (como nível de transparência, participação dos *stakeholders* nas decisões corporativas, divisão e balanço de poderes na companhia, prestação de contas etc.) e ambientais (o que envolve a demonstração de práticas efetivas de sustentabilidade ambiental, como utilização de recursos, água e energia, emissão de gases poluentes, tratamento de despojos e de lixo, poluição em geral, respeito à fauna e à flora, gestão de riscos ambientais dos negócios, projetos de promoção do meio ambiente, dentre outros)¹⁰⁴.

O relatório, portanto, objetiva divulgar todas as informações relacionados ao impacto ambiental e social da empresa, devendo demonstrar tanto os aspectos positivos quanto os negativos de tais impactos, sob pena de descaracterizar a confiabilidade e credibilidade dos documentos informacionais do agente econômico. Em resumo, o documento visa a publicizar a dimensão socioambiental das atividades empresariais da companhia (MENESES, 2021, p. 64).

Os primeiros documentos que se relacionam com a formatação atual dos relatórios de sustentabilidade podem ser traçados aos relatórios de divulgação de ações de responsabilidade social e ambiental, que passaram a ser divulgados pelas empresas, especialmente pelas grandes companhias, a partir da década de 1980, quando se focalizou na responsabilidade dos atores econômicos acerca dos problemas sociais e ambientais da comunidade em que atuam, sendo esta a fase do

¹⁰⁴ “Entre outras questões, o conteúdo dos relatórios pode identificar características como: a) políticas de pessoal que respeitem os direitos dos colaboradores das empresas e que favoreçam o seu desenvolvimento humano, por meio do oferecimento de condições dignas de trabalho e remuneração, possibilidades de progresso na carreira, e programas de capacitação para treinamento contínuo; b) transparência e boa governança, garantindo em âmbito interno, aos acionistas, especialmente os minoritários, possibilidade de participação ativa nos rumos dos negócios, com instâncias diretivas que lutem para abolir/amenizar os conflitos de interesses societários; c) jogo limpo e transparente com os consumidores de produtos e serviços, com oferta de produtos e serviços de boa qualidade e com preços razoáveis; e d) políticas de proteção ao meio ambiente e de engajamento na agenda mundial diante desse campo, contribuindo em nível local, regional, nacional ou mesmo internacional” (CHAVES; FLORES, 2016, p. 274).

aprofundamento, no direito brasileiro, dos conceitos de função social da propriedade e da empresa e da responsabilidade social da empresa (conceitos estes analisados no primeiro capítulo deste trabalho).

Progressivamente, a partir da década de 1990, a discussão acerca dos problemas ambientais foi aumentando consideravelmente nos foros mundiais, tendo papel destacado neste cenário a ECO-92, gerando uma pressão cada vez maior sobre as empresas, especialmente de grande porte, acerca da responsabilidade corporativa com os demais interesses e interessados envolvidos na atividade empresarial, que se estendem inclusive aos membros da comunidade e, no que se trata do aspecto ambiental, aos cidadãos em geral (CVM; APIMEC, 2017, p. 178). Diante disso, iniciaram-se e aprofundaram-se iniciativas internacionais para incentivar a divulgação de informações não financeiras, ligadas principalmente a aspectos ambientais e sociais da atividade econômica, demonstrando a necessidade de ir além da mera divulgação promocional das companhias acerca de suas campanhas beneficentes nestas áreas¹⁰⁵.

Procurando instituir padrões à divulgação de informações não financeiras das companhias, possibilitando um melhor entendimento pelos usuários de tais documentos informacionais, várias organizações internacionais lançaram guias e modelos para utilização das empresas ao redor do mundo, podendo ser citadas as iniciativas da *Global Reporting Initiative (GRI)*, do *International Integrated Reporting Committee (IIRC)* e do *Sustainable Accounting Standards Board (SASB)*.

Estas iniciativas buscam estabelecer guias e modelos para divulgação de aspectos ASG, especialmente em relação aos elementos, aos critérios e aos padrões em que tais dados devem ser publicados nos relatórios de sustentabilidade, pretendendo alcançar maior objetividade, confiabilidade e comparabilidade entre os documentos informacionais das companhias. Tais condições são essenciais para a maior utilidade do relatório de sustentabilidade perante seus usuários, portanto estas iniciativas criaram os pressupostos necessários para uma divulgação informacional minimamente objetiva e padronizada para as empresas compartilharem seus

¹⁰⁵ “Como observado no relatório, a incorporação das questões ligadas à sustentabilidade no mercado teve avanços nos últimos anos. A adesão aos acordos internacionais em torno do desenvolvimento sustentável e, em especial, das mudanças climáticas, impulsionou essa agenda. Também se multiplicaram as iniciativas voluntárias por conta da crescente necessidade de referências comuns para conceituar, medir, informar e integrar fatores e riscos sociais, ambientais e de governança ao dia a dia do mercado e de seus participantes e efetivamente contribuir para essas ações” (ANBIMA, 2020, p. 33).

aspectos ASG e os desafios, problemas e riscos socioambientais de suas atividades¹⁰⁶.

Já vistos a definição, o objetivo, o conteúdo e os elementos básicos do relatório de sustentabilidade, importante focalizar nas questões envolvendo os padrões e a metodologia utilizados nos relatórios de sustentabilidade no Brasil.

Diante da problemática acerca do homogeneidade e objetividade dos documentos aqui analisados, tanto a B3 quanto a CVM se dispuseram a sugerir guias e modelos de divulgação informacional, no caso da B3 sendo a GRI o principal *standard* indicado¹⁰⁷. A CVM, por via do Ofício-Circular CVM/SEP/Nº 3/2019, de 28 de fevereiro de 2019, também sugere a utilização de guias publicados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela própria B3. Outras importantes entidades privadas do mercados de capitais também sugerem a utilização dos parâmetros estabelecidos pela GRI, como a Associação de Analistas e Profissionais de Investimentos no Mercado de Capitais (APIMEC)¹⁰⁸ e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)¹⁰⁹.

Conforme pesquisa de Pletsch et. al (2019, p. 54), os padrões e modelos do GRI são os mais utilizados na elaboração de relatórios de sustentabilidade pelas companhias abertas (65,87% das empresas investigadas), sendo também utilizados

¹⁰⁶ Sobre a introdução da iniciativa de divulgação o informacional no Brasil, no âmbito autorregulatório, Chaves e Flores (2016, p. 275) assim historiam: “Esta primeira iniciativa formal no sentido da divulgação pública de informes se operou por meio do comunicado externo 017 2011-DP, de 23 de dezembro de 2011, pelo qual a BM&FBOVESPA propôs para as sociedades por ações listadas a adoção do modelo relate ou explique, para relatórios de sustentabilidade ou similares. O documento apontava para uma recomendação no sentido de que as sociedades anônimas indicassem, a partir de 2012, se publicavam algum tipo de relatório sobre sustentabilidade ou similar e que divulgassem onde este se encontrava disponível e, ainda, caso não o fizessem, explicassem o motivo. Após o comunicado externo 017 2011-DP, pelo qual a BM&FBOVESPA propôs às sociedades por ações listadas a adoção do modelo relate ou explique, a instituição administradora do mercado de capitais brasileiro passou a acompanhar a adesão das empresas à política de divulgação pública de informações. Os dados constantes do portal da BM&FBOVESPA demonstram evolução do número de empresas que efetivamente publicaram informes sobre sustentabilidade ou similar. As parciais atuais, medidas a partir da expedição do comunicado externo (dezembro de 2011), indicam 96 (noventa e seis) publicações em junho de 2012, 157 (cento e cinquenta e sete) em junho de 2013 e 162 (cento e sessenta e duas) em junho de 2014; houve também evolução no número de empresas que não publicaram, mas se manifestaram, sendo 107 (cento e sete) em junho de 2012, 136 (cento e trinta e seis) em junho de 2013 e 149 (cento e quarenta e nove) em junho de 2014”.

¹⁰⁷ Conferir “Sustentabilidade nas empresas”, disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/empresas/governanca-corporativa/sustentabilidade/>, acesso em 04 jun. 2022.

¹⁰⁸ Conferir “Apimec apoia escolha do *Global Reporting Initiative*”, disponível em: <apimec.com.br/apimec/show.aspx?id_canal=186&id_materia=28489>, acesso em 04 jun. 2022.

¹⁰⁹ Conferir “Relatório Anual da ANBIMA aponta avanços do mercado em mais um ano de pandemia”, 04 abr. 2022, disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/relatorio-anual-da-anbima-aponta-avancos-do-mercado-em-mais-um-ano-de-pandemia.htm>, acesso em 04 jun. 2022.

os padrões do IIRC por 13,77% das companhias analisadas, além de utilização por 1,80% das empresas dos padrões da *Accountability Assurance Standard (AA1000)* e, com o mesmo número, do modelo do Pacto Global (iniciativa ligada às Nações Unidas). Empresas representando 6,59% da amostra investigada utilizam outros padrões de divulgação.

Embora exista aparente homogeneidade na divulgação de relatórios de sustentabilidade no Brasil, há que se considerar os já citados aspectos problemáticos da divulgação desse tipo de informação; mesmo com a utilização de diretivas internacionais, ainda há necessidade de profundos avanços no modo de edição e tratamento dos dados nos relatórios ambientais, haja vista a ausência de regras rígidas e completas acerca do assunto, em contraposição ao arcabouço normativo do *disclosure* financeiro.

A possibilidade de checagem e de comparação dos dados, a confiabilidade das informações prestadas e a objetividade e definição dos elementos componentes do relatório de sustentabilidade das empresas são caracteres essenciais para que este documento informacional seja realmente útil e possa direcionar as decisões dos investidores e dos *stakeholders* das companhias que o publicam¹¹⁰.

Diante de tais dados acima apresentados, verifica-se que a divulgação informacional de sustentabilidade no Brasil tem se voltado para a utilização de parâmetros internacionais, o que facilita a análise e a comparação de tais documentos pelos usuários, especialmente os investidores institucionais e os investidores estrangeiros.

Considerando a inexistência de obrigatoriedade na utilização de um único padrão e método de divulgação de informações ambientais, verifica-se que os desafios fundamentais da divulgação dos relatórios de sustentabilidade poderão ser ultrapassados (pelo menos parcialmente) pela ampla e sistemática utilização dos parâmetros e padrões de divulgação promovidos internacionalmente, isto é, por via de iniciativas de autorregulação nacional e internacional, que, para maior adesão dos agentes de mercado, podem ser sugeridos e incentivados pelos entes reguladores.

¹¹⁰ “A padronização e comparabilidade das informações entre empresas do mesmo setor e ao longo do tempo é condição *sine qua non* para a adequada integração das questões ASG à análise fundamentalista de ativos. Com respeito às especificidades dos modelos de atuação, segmentação de clientes e questões regionais, os investidores devem buscar dados consistentes e, preferencialmente, assegurados por uma parte externa independente” (CVM; APIMEC, 2017, p. 221).

O patamar normativo brasileiro quanto aos relatórios de sustentabilidade se encontra, então, ainda em crescente adesão pelas empresas aos parâmetros internacionais (especialmente do GRI e do IIRC), existindo direcionamentos do ente regulatório (CVM) e do principal órgão autorregulatório (a B3) para a utilização de tais específicos padrões, embora estes indicativos não contenham disposições (positivas ou negativas) concretas, o que poderia favorecer uma mais ampla utilização de padrões semelhantes e uma maior homogeneidade quanto a tais documentos informacionais.

3.3.5 Conclusão sobre os instrumentos informacionais analisados

O exame realizado nos tópicos anteriores acerca dos principais instrumentos informacionais obrigatórios ou voluntários existentes no ordenamento jurídico brasileiro destinados às companhias abertas possibilita algumas considerações quanto ao estado atual do *disclosure* ambiental no País, especialmente em relação ao tipo de abordagem do regulador sobre a matéria, às preocupações do regulador com os potenciais efeitos deletérios das normas cogentes, ao incentivo a outros meios de transparência no mercado de capitais, à atenção do regular com práticas enganosas voltadas ao *disclosure* ambiental, dentre outras ponderações.

A regulação estatal de qualquer atividade econômica, não só quanto ao dever de divulgação de informações no mercado de capitais, deve se prestar a harmonizar diversos interesses divergentes ou antagônicos na condução e na exploração de um campo de atividades pelos agentes econômicos em contraposição aos interesses dos demais interessados, incluindo-se aqui, como já dito anteriormente, a comunidade e o meio ambiente em geral.

No âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários e, mais especificamente, no dever de transparência das companhias, a necessidade de divulgação de informações das empresas ao público (investidores, Estado, *stakeholders*) para cumprimento das diversas funções relevantes do *disclosure* empresarial deve ser harmonizada com os demais interesses relevantes da companhia (como proteção de segredo industrial e de dados sensíveis etc.) e com os custos de observação das normas de transparência, já que, em certos níveis, as exigências podem prejudicar o funcionamento e o desenvolvimento do próprio mercado de capitais.

Nesta perspectiva, verifica-se que o regulador pátrio estabeleceu diversas normas e instrumentos informacionais imperativos que abrangem uma ampla gama de obrigações a serem cumpridas pelas empresas atuantes no mercado de capital. Os principais instrumentos acima estudados, o formulário de referência e o prospecto de emissão, impõem a divulgação de diversas matérias e documentos das companhias, notadamente quanto aos aspectos financeiros, econômicos e legais (societário, contencioso em geral, trabalhista, fiscal, para citar alguns pontos jurídicos de maior enfoque), já havendo, por este ângulo, uma abordagem indireta em relação ao *disclosure* ambiental por via do cumprimento desses diversos deveres informacionais relacionados aos anteriores aspectos citados, como a demonstração de observância da legislação ambiental (a angariação dos alvarás e certidões ambientais obrigatórias para funcionamento de estabelecimentos e execução de negócios, por exemplo, já está implicitamente considerada nas obrigações das referidas normas).

Em relação às obrigações diretamente relacionadas ao *disclosure* ambiental nos instrumentos analisados, verifica-se que o regulador vem, ao longo dos últimos anos, adotando modificações na regulamentação infralegal, particularmente nas normas examinadas nos tópicos acima, buscando endereçar a questão de modo mais específico, tendo em vista, inclusive, uma movimentação cada vez maior neste sentido nos mercados de capitais mais desenvolvidos. É o que se vê com a Resolução CVM nº 59, publicada em dezembro de 2021, que, como visto, estabeleceu inovações importantes quanto à transparência ambiental das companhias abertas.

As alterações normativas e o atual enfoque do ente regulador, como demonstra o exame realizado neste capítulo, direcionam-se para uma postura de ponderada intervenção direta no que tange ao *disclosure* ambiental, haja vista que as exigências e obrigações de transparência quanto aos aspectos ambiental e climáticos se baseiam prioritariamente na sistemática de incentivos ao mercado, isto é, a lógica do “Relate ou Explique” busca estimular que as próprias companhias abertas intensifiquem a transparência ambiental por via de pressão dos investidores e interessados, calcada na concorrência e na procura por diferenciações mercadológicas¹¹¹. É nesta esteira

¹¹¹ A política do “Relate ou Explique” havia sido incorporada de forma parcial pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários por via da Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, que acrescentou à Instrução CVM nº 480/2009 a obrigação de as companhias abertas de Categoria A (aquelas que podem negociar publicamente ações em mercados organizados) seguirem as práticas de divulgação de informações de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa

que, como importante contraponto às práticas de falseamento e fraude (como o “*greenwashing*”), a CVM impõe mecanismos obrigatórios de divulgação às companhias que se dispõem a apresentar voluntariamente os relatórios de sustentabilidade.

Ademais, às companhias que não divulgarem relatórios ou informes ambientais, impõe-se a necessidade de explicação dos motivos para tal, o que, igualmente, incentivará o mercado a exercer pressão sobre tais companhias, de acordo com as razões apresentadas.

O regulador pátrio, portanto, em matéria de *disclosure* ambiental, sopesou o problema dos custos de observância relacionados às normas impositivas nesta seara para, desta forma, estimular a transparência ambiental por outras vias, como a autorregulação e a pressão de mercado. Como já dito, os custos relativos ao cumprimento de regras informacionais rigorosas podem prejudicar o próprio desenvolvimento do mercado, no limite impossibilitando que muitas empresas se utilizem do mercado de capitais e, assim, prejudicando a economia nacional¹¹².

Há, contudo, amplo espaço para atualização e incremento das normas de transparência atualmente existentes em relação aos aspectos ASG, como se verifica da ausência de instrumentos mais específicos ou de normas indicativas relacionados ao *disclosure* ambiental nas Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002) e Instrução CVM nº 400/2003, especificamente no mecanismo de divulgação de fato relevante e no prospecto de emissão.

A preocupação do mercado e da sociedade como um todo quanto aos riscos ambientais da atividade empresarial, decorrente dos graves problemas ecológicos já existentes e que tendem a se agravar cada vez mais, como explanado no capítulo precedente, impõe uma resposta significativa e eficiente dos reguladores do mercado de valores mobiliários, considerando que tal matéria diz respeito a toda a comunidade

– Companhias Abertas (código este capitaneado pelo IBGC), dentre estas práticas existindo o mecanismo de explicação, pelas companhias que não divulgam informes sobre práticas ASG, do motivo de tal omissão, consoante os aspectos específicos apontados pelo referido código (CVM, 2022c, p. 25).

¹¹² “Também se recomendou, por ocasião daquelas discussões com o mercado, que a CVM buscasse “maior alinhamento na atuação dos diversos reguladores e autorreguladores no âmbito do mercado de capitais”, uma proposta que “pareceu estar alicerçada na percepção comum de que é necessário um esforço permanente para simplificação de exigências e de redução de custos sempre que possível”. Quanto a este último ponto, vale destacar algo que, mesmo no atual projeto, representa um horizonte mais amplo: a necessária análise conjunta das práticas do regulador e dos diferentes autorreguladores (muitas vezes reconhecidos expressamente pela CVM) que atuam em nosso mercado” (YAZBEK; SILVA, 2018, p. 26).

global e que as repercussões negativas da não proteção do meio ambiente podem trazer danos catastróficos.

Os grandes desastres ambientais e humanitários ocasionados pela atividade de grandes empresas no Brasil demonstram a necessidade e compelem o regulador no sentido de melhorar os níveis de transparência ambiental das empresas no mercado de capitais, como uma exigência basilar, nos moldes da proteção aos direitos trabalhistas e dos consumidores, que toda empresa que busca a poupança popular deve cumprir; todavia, tais melhorias precisam ser equilibradas com os custos delas decorrentes e suas consequências no âmbito do mercado regulado, o que também impõe ao legislador e ao regulador a busca por eficiência na edição e na implementação destas medidas.

4 A AUTORREGULAÇÃO E AS PRÁTICAS INTERNACIONAIS DE *DISCLOSURE* AMBIENTAL

Tratando-se de tema ainda bastante atual e sem grande padronização no âmbito regulamentar dos países e nos órgãos internacionais, a divulgação de dados ambientais das empresas é objetivo de uma considerável gama de normas autorregulatórias, tanto no Brasil quanto no demais mercados.

Para entender o presente estado do *disclosure* ambiental no Brasil, importante se faz a análise da autorregulação empreendida pelas entidades privadas mais relevantes no mercado de valores mobiliários: a bolsa de valores, as associações de classe e de agentes de mercado e as próprias empresas, conforme iniciativas voluntárias criadas e difundidas por pressões cada vez maiores dos investidores e dos consumidores.

Ademais, os movimentos e as iniciativas internacionais em outros mercados de capitais em relação ao tema são relevantes exemplos e guias ao desenvolvimento da matéria em nosso mercado, especialmente em relação a criação de modelos e padrões de divulgação informacional ambiental.

4.1 A autorregulação do mercado e a proteção ambiental: bolsa de valores, associações e práticas empresariais voluntárias

A análise acerca da divulgação ambiental das companhias abertas não pode prescindir do estudo acerca da autorregulação no mercado de valores mobiliários. Não obstante a fundamental importância do arcabouço normativo estatal (legislação federal e normas infralegais da CVM, especialmente) para a disciplina da transparência informacional das empresas, este sistema é complementado, em caráter supletivo, por disposições oriundas de instituições e agentes privados que participam ou supervisionam o mercado de capitais.

A relevância da autorregulação quanto à transparência no mercado de capitais se mostra ainda maior considerando as próprias disposições regulatórias da CVM, que, como visto no tópico anterior, incentivam a adoção de práticas e padrões mais rígidos de *disclosure* ambiental pelo mercado.

Antes da análise específica acerca das práticas autorregulatórias mais importantes que influenciam o *disclosure* ambiental no mercado de capitais brasileiro,

necessário se faz apenas resumir o que foi dito sobre a autorregulação ao longo dos capítulos anteriores.

Quanto à natureza da autorregulação, tem-se a diferenciação dos sistemas de normas jurídicas em duas espécies, de acordo com o agente que emana a norma jurídica e a espécie de tutela a ela direcionada: há a heterorregulação, emanada e tutelada por um ente externo aos agentes do mercado de capitais, no caso o Estado, por via, principalmente, da legislação federal e das normas do ente regulador (CVM), que exerce tal tutela de forma coercitiva, e a autorregulação, emanada e tutelada por agentes privados, relacionados ao mercado de capitais¹¹³.

A doutrina especializada subdivide a autorregulação em dois tipos, de acordo com o nível de influência do Estado: o primeiro tipo é a autorregulação de base voluntária, por meio da qual as organizações privadas criam e implementam normas e padronizações que devem ser seguidas por seus associados com fundamento na sujeição voluntária e na relação contratual entre as partes, sem a interferência do Estado; o segundo tipo é a autorregulação de base legal, que se diferencia do tipo anterior pela influência do Estado, seja pela delegação formal das autoridades públicas de poderes para o exercício da autorregulação pela entidade privada, seja pela implementação obrigatória, pelo poder público, de normas e padronizações editadas pelas organizações privadas para certos setores e atividades profissionais e econômicas (FREIRE, 2021, p. 162).

É de grande valor, para os fins deste trabalho, o exame detalhado da autorregulação quanto ao tema do *disclosure* ambiental, considerando se tratar de matéria de recente discussão e de crescente debate nos mercados nacional e internacional, sendo, portanto, assunto de maior pertinência ao âmbito autorregulatório, em comparação à esfera regulatória estatal. Isto se dá pelas características e vantagens da autorregulação, pois esta forma de imposição de condutas possui maior agilidade e flexibilidade no endereçamento de questões

¹¹³ “A regulação, de maneira ampla, é entendida como um conjunto de atos voltados a organizar e a controlar atividades dos agentes econômicos por meio da imposição de regras (CARSON, 2011, p. 6). Com fundamento nessa genérica concepção, a maioria dos estudiosos, segundo Vital Moreira (MOREIRA, 1997, p. 32), entende que a regulação abrangeria três etapas essenciais, quais sejam: i) a disciplina normativa de uma determinada atividade; ii) a implementação concreta da disciplina normativa, por meio da edição de atos administrativos (autorizações, licenças, permissões etc.); iii) a fiscalização do cumprimento das normas editadas, com a consequente punição dos infratores. A autorregulação, por sua vez, consiste na atividade regulatória praticada pelos próprios agentes regulados por intermédio de entidade profissional privada da qual participem ou com a qual estabeleçam relacionamento de natureza contratual” (FREIRE, 2021, p. 159).

relevantes que surgem no mercado de capitais, bem como possui maior capacidade técnica de abordagem de tais temas, já que realizada pelos próprios agentes do mercado¹¹⁴.

A instituição privada de maior relevância neste contexto de autorregulação de base legal no mercado de capitais é a bolsa de valores, sendo, no caso brasileiro, a bolsa de valores de São Paulo a principal instituição desta natureza (que, após a desmutualização¹¹⁵, abertura de capital e combinação de negócios com a bolsa de mercadorias e futuros, a BM&F, e a central de custódia e de liquidação de títulos, a CETIP, transformou-se na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão). Serão examinadas, em tópico específico abaixo, as práticas autorregulatórias mais relevantes da B3 em relação ao *disclosure* ambiental.

Outras entidades privadas importantes na autorregulação de base voluntária do mercado de capitais são as já mencionadas associações de classe, que, unindo os interesses gerais de classe de agentes atuantes no mercado de valores mobiliários, intentam agregar melhores práticas de governança aos seus associados em buscar de avançar no desenvolvimento do mercado como um todo, podendo ser citadas como mais relevantes a ANBIMA, a AMEC, a Abrasca, a APIMEC, a ANBID e o IBGC, indicas em tópico anterior. A atuação autorregulatória destas entidades também será analisada de forma mais detalhada em tópico específico.

As empresas atuantes no mercado de capitais e outras organizações a elas relacionadas, também são, complementarmente às entidades privadas acima mencionadas, importantes à promoção de práticas relevantes no mercado de capitais,

¹¹⁴ “Dentre as vantagens e benefícios apresentados pela auto-regulação podemos citar, em primeiro lugar, o fato de que a entidade auto-reguladora dispõe de maior sensibilidade para avaliar e normatizar as atividades de seu mercado de atuação, devido à sua maior experiência e ao amplo conhecimento das operações e práticas de determinado mercado, incluindo o conhecimento acerca das possíveis fraudes que podem ser praticadas [...] Outra vantagem da auto-regulação é o fato de envolver diretamente o mercado no processo de regulação, uma vez que os próprios membros elaboram e estabelecem as normas que disciplinarão suas atividades [...] A auto-regulação possibilita, também, uma maior flexibilidade para edição e implantação de normas e procedimentos [...] Outro ponto a favor da auto-regulação é seu menor custo” (ZANOTTA, 2005, p. 90).

¹¹⁵ “Tradicionalmente, as bolsas de valores e de mercadorias e futuros sempre foram organizadas, no Brasil e no exterior, sob a forma de associação de seus corretores membros, os quais detinham a totalidade dos títulos emitidos pela bolsa da qual faziam parte, além do direito exclusivo de negociar em seu recinto. Nas bolsas desmutualizadas, por outro lado, os direitos de negociar em seu recinto não estão vinculados à titularidade das ações por elas emitidas; ao adotarem a forma de sociedades anônimas, as bolsas conferem o direito de negociação aos corretores membros que, para tanto, não necessitam deter quaisquer títulos representativos do patrimônio da bolsa, os quais passam a ser de propriedade dos investidores que adquirem ações de sua emissão. Em decorrência do processo de desmutualização, o poder de decisão sobre os negócios da bolsa é transferido dos corretores membros para os acionistas” (EIZIRIK et al., 2011, p. 216-217).

especialmente no que tange à matéria em estudo, já que a temática ambiental, como já dito, é cada vez mais pautada por consumidores, investidores, parceiros e demais agentes que se relacionam com as companhias¹¹⁶.

Assim, buscando estabelecer diferenciações de mercado, surgem ações voluntárias¹¹⁷ das empresas procurando incrementar a transparência ambiental de seus negócios, práticas estas que, muitas vezes, disseminam-se no mercado e se tornam padrões de atuação das demais companhias. Desta forma, analisar-se-ão as ações relevantes acerca do *disclosure* ambiental implementadas pelas companhias abertas brasileiras.

4.1.1 Bolsa de valores: segmentos de listagem, índices de performance ambiental e outras práticas

A análise da autorregulação das bolsas de valores deve ser antecedida por um breve exame acerca de seus objetivos, suas funções e sua natureza jurídica.

As bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros podem ser definidas como entidades privadas, de natureza corporativa ou associativa, criadas para exercer duas funções primordiais, quais sejam, oferecer um local ou sistema propício à

¹¹⁶ “As discussões, envolvendo a governança corporativa, têm - se intensificado na última década, juntamente com a preocupação em resolver os conflitos entre administradores e acionistas - os chamados problemas de agência. Este conflito se dá entre aquele que detém a propriedade e aquele que possui o controle. Neste contexto, a governança passa a ser um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado, abrangendo não só a relação com os acionistas presentes e potenciais mas também com os fornecedores, consumidores e a coletividade em que atua a empresa. Esta idéia, entretanto, implica a adoção de um sistema de gestão, utilizado pelas sociedades anônimas, que privilegia a probidade, a transparência e a ampliação de direitos dos minoritários. A governança deixa de ser apenas o sistema que permite aos acionistas controladores a administração estratégica da companhia e o controle dos executivos da empresa - e passa a ser, em sentido amplo, a prática da administração das relações entre os acionistas, majoritários e minoritários, credores, executivos ou administradores, e demais interessados (*stakeholders*)” (BRAGA, 2006, p. 112-113).

¹¹⁷ “É de se notar que nem toda a informação por eles divulgada é fruto da obrigatoriedade imposta pelo regime regulatório de prestação informacional, e não raros são os episódios em que emissores voluntariamente se submeteram a um regime de prestação informacional mais rígido do que o exigido pela regulação a qual estavam sujeitos, em busca da diminuição de seu custo de capital ou em atendimento aos anseios dos investidores com relação à prestação informacional adequada. Um importante exemplo desse fenômeno diz respeito aos emissores que voluntariamente adotaram os padrões contábeis norte-americanos, de modo a dar maior transparência às demonstrações financeiras, ainda que não obrigados a fazê-lo. Existem evidências, também, de que emissores estrangeiros que possuem valores mobiliários negociados no mercado secundário norte-americano tendem a disponibilizar um nível de informações superior ao exigido pela regulação norte-americana, embora o regime regulatório norte-americano deliberadamente conceda, inclusive, descontos regulatórios aos emissores estrangeiros. A divulgação voluntária de informações já se mostrou presente de modo sistemático, inclusive, no mercado de valores mobiliários brasileiro” (PITTA, 2013, p 139-140).

geração de negócios e operações com títulos e valores mobiliários, normalmente realizados por corretores profissionais, que proporcione visibilidade, segurança e continuidade das transações, e, igualmente, promover níveis elevados de observância das normas e da ética nas negociações, estabelecendo, para tanto, regras para seus membros e promovendo a fiscalização do seu cumprimento (EIZIRIK et al., 2011, p. 210).

Quanto às suas funções no ordenamento brasileiro, assim explica Braga (2006, p. 117-118), consoante a legislação e a regulamentação pátrias:

Ressaltam-se, aqui os poderes que a legislação vigente outorga às Bolsas de Valores. Estas são órgãos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e auxiliares da CVM. Nesse sentido, o art. 8º da Lei 6.385/1976, após descrever o poder regulamentar e o poder de polícia exercidos pela CVM sobre o mercado de capitais, expressamente ressalva, em seu § 1º, que o disposto naquele artigo não exclui a competência das Bolsas com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. Assim como a CVM, também as Bolsas de Valores exercem poder regulamentar e poder de polícia (ou “poder disciplinar”), nos termos da legislação, com vistas ao bom desempenho de suas importantes funções.

Ademais, em consideração à crucial importância das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros para o mercado de valores mobiliários (e, por conseguinte, para a economia nacional), a legislação pátria, especialmente a Lei nº 6.385/1976 em seu artigo 17, eleva tais entidades a uma classe especial de pessoa jurídica de direito privado, já que imbuídas de funções de importância e de ordem públicas, sendo classificada pela referida norma como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”; é nesta senda que as bolsas de valores tem o encargo de regulamentar as suas atividades, buscando cumprir os princípios norteadores do mercado de capitais, como o princípio da transparência e da fiscalização dos negócios realizados em seus recintos, inclusive se utilizando do poder de polícia (BRAGA, 2006, p. 118).

Diante do mandato legal, verifica-se que a autorregulação das bolsas de valores (bem como das bolsas de mercadorias e futuros, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários) é de base legal, haja vista a expressa delegação de poderes,

por via da Lei nº 6.385/1976, pelo poder público às entidades privadas, que, por isso, servem de auxiliares do ente regulador estatal, a CVM¹¹⁸.

Quanto ao poder autorregulamentar das bolsas, importante frisar que é exercido em complementação ao poder normativo (e fiscalizatório) da Comissão de Valores Mobiliários, verificando-se a existência de “[...] um duplo grau de fiscalização [e de normatização], em que as bolsas fiscalizam as corretoras e as operações por elas realizadas, enquanto a CVM supervisiona o exercício de tal competência por parte das bolsas” (EIZIRIK et al., 2011, p. 213). Assim, a prática e a experiência internacionais, como mencionado por Eizirik et al. (loc. cit.), mostram que a autorregulação das bolsas de valores se traduzem na forma mais eficaz (inclusive em relação à regulamentação estatal) de controle das atividades realizadas pelas instituições intermediárias no mercado de valores mobiliários¹¹⁹.

Dentre as práticas específicas implementadas pela principal bolsa de valores do Brasil, a B3, podem ser citadas as seguintes: a criação de diretrizes e recomendações relacionadas à gestão, à prestação de contas e à transparência das empresas, o estabelecimento de critérios de gestão e de transparência (além dos impostos pela legislação e regulamentação estatal) para listagem das companhias emissoras, com a criação de mais de um segmento de listagem, a elaboração de índices de valores mobiliários indexados de acordo com critérios ambientais ou de gestão e o incentivo à realização de negócios (como a promoção de fundos de investimento vinculados a índices de sustentabilidade) e de programas atrelados à sustentabilidade.

Serão analisadas neste tópico as principais práticas de sustentabilidade da B3 relacionadas com as funções normativa e fiscalizatória da bolsa, especialmente a

¹¹⁸ “No Brasil, as estruturas bursáteis corporificam um exemplo de autorregulação de base legal, vez que a própria Lei reconhece a autonomia (administrativa, financeira e patrimonial) das bolsas, mas também impõe o dever de fiscalização sobre os membros e operações nelas realizadas, na qualidade de órgãos auxiliares da CVM (art. 17, Lei n. 6.385/76)” (DIAS; BECUE, 2012, p. 7.367-7.368).

¹¹⁹ “A maior eficácia das normas auto-reguladoras decorre do fato de elas serem elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias do mercado. Ademais, a participação dos próprios regulados na disciplina de suas atividades também leva à maior eficácia da regulação, derivada da aceitação e observância menos litigiosa de sua parte. A fiscalização do mercado de capitais exclusivamente pela entidade governamental, por outro lado, tenderia a ser mais burocrática e, conseqüentemente, ineficiente, pois seria exercida por pessoas que não estão diretamente envolvidas nos problemas existentes na prática dos negócios. Aliás, conforme apontado em estudo divulgado pela SEC, foram justamente estas as considerações que levaram o Congresso norte-americano a estabelecer o sistema de auto-regulação com supervisão governamental, ao invés de adotar um modelo de regulação direta pelo Estado?” (EIZIRIK et al., 2011, p. 214).

elaboração de segmentos de listagem, a criação de índices de sustentabilidade e a promoção de práticas de transparência e de gestão sustentável.

Inserir-se no poder autorregulamentar das bolsas de valores as ações destinadas à criação de segmentos de listagem de acordo com o nível de governança das empresas emissoras de valores mobiliários. Em relação à B3, os principais segmentos de listagem são o “Nível 2”, “Nível 1” e “Novo Mercado”, que se diferenciam de acordo com o nível de governança e de transparência que as empresas devem manter para listarem seus valores mobiliários em tais segmentos.

No caso da B3, o segmento de maior nível de governança e transparência é o “Novo Mercado”, que foi criado com o objetivo de proporcionar um melhor ecossistema de negócios que promovesse o interesse de investidores nos valores mobiliários negociados e, por conseguinte, auxiliasse na valorização das companhias listadas (BRAGA, 2006, p. 132). Para tanto, a B3 impõe a adesão de regras societárias mais rígidas às companhias abertas interessadas em participar de tal listagem (isto é, por via de uma autorregulação), buscando promover a melhoria na governança e na divulgação de informações pelas companhias pertencentes ao segmento, incrementando a confiança do mercado nos títulos ali listados.

Quanto às regras específicas de governança e de transparência no segmento do “Novo Mercado”, em comparação às demais normas do segmento tradicional, devem ser citadas as seguintes disposições: obrigatoriedade de apresentação em inglês, simultaneamente às divulgações em português, de informes relacionados a fatos relevantes, proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e *press release* de resultados; necessidade de realização de apresentação pública sobre as informações divulgadas em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância); publicação de calendário de eventos corporativos; obrigatoriedade da instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário; obrigatoriedade de existência de área de auditoria interna; obrigatoriedade de implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos; e divulgação adicional (i) dos regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado, (ii) do Código de Conduta (com conteúdo mínimo especificado pela bolsa), (iii) das políticas a) de remuneração, b) de indicação de membros ao Conselho de Administração, aos seus comitês e à diretoria estatutária,

c) de gerenciamento de riscos, d) de transação com partes relacionadas, e) de negociação de valores mobiliários, e, por fim, (iv) publicação anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário e publicação trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário.

Verifica-se que tais regras obrigatórias no regime do “Novo Mercado” impulsionam as empresas aderentes a maiores níveis de *disclosure* em geral, o que é atestado pelo trabalho de Bortoli, Orth e Lerner (2019, p. 25) que, em exame às demonstrações financeiras de empresas do “Novo Mercado” em comparação com companhias pertencentes ao segmento tradicional, conclui que: “[...] o Novo Mercado possui um percentual médio de aderência de 57% em relação às normas contábeis, enquanto o Tradicional Bovespa possui uma média de 48%, resultado que pode ser relacionado ao enquadramento mais rigoroso em relação à BM&FBovespa”.

Ademais, as regras de transparência mais rigorosas acima expostas são relevantes para contribuir no *disclosure* ambiental, como se verifica pela maior porcentagem de empresas do “Novo Mercado” que divulgam relatórios de sustentabilidade, em comparação aos demais segmentos de listagem (PLETSCH et al., 2017, p. 8).

A B3, procurando estimular a divulgação de relatórios ambientais, associou-se à *Global Reporting Initiative* (GRI), uma associação independente internacional que promove o estabelecimento de parâmetros e de metodologias de divulgação de relatórios ambientais, buscando uma maior padronização e comparabilidade entre os documentos ambientais divulgados pelas companhias em todo mundo¹²⁰. A elaboração de relatórios sob um mesmo padrão, como o GRI, auxilia os investidores e interessados a comparar a performance ambiental das empresas que as utilizam.

Em complemento, houve a criação, pela B3, da iniciativa “Relate ou Explique para Relatório de Sustentabilidade ou Integrado”, realizada no ano de 2012 em parceria com a GRI e com o *International Integrated Reporting Council* (IIRC). Esta

¹²⁰ Quanto ao problema de padronização no mercado brasileiro e mundial, vide pesquisa realizada pela CVM com investidores brasileiros: “Os participantes que responderam que não consideram os critérios ASG na escolha dos seus investimentos (36%), foram questionados sobre o motivo de não considerarem. A maioria dos respondentes indicou como obstáculo a “falta de confiança nas informações divulgadas” (39,3%) e a “dificuldade para obter informações ASG” (39,3%). Outros pontos destacados pelos participantes foram “não considero relevante dentro da estratégia de investimento” (36%), “falta de entendimento a respeito do impacto financeiro dos critérios ESG sobre o mercado” (33,7%), “outros” (14,6%) e a “falta de conhecimento sobre o tema” (11,2%)” (CVM, 2022c, p. 39).

iniciativa criada pela bolsa e de cunho voluntário¹²¹ se baseia na recomendação de divulgação pelas companhias abertas, a partir de 2012, de relatório ou outro documento de caráter ambiental e, caso não divulgassem, deveriam explicar o motivo para tanto.

A iniciativa do “Relate ou Explique” obteve, em seu primeiro ano, uma aderência de 45,31% das companhias na divulgação de relatórios de sustentabilidade, passando, para o ano de 2015, à aderência de 71,65% das empresas¹²², demonstrando o interesse das companhias, também em decorrência da pressão dos investidores e *stakeholders* em geral, em adotar boas práticas de *disclosure* ambiental.

A iniciativa, a partir de 2016, foi encampada pela Comissão de Valores Mobiliário em revisão efetuada sobre o formulário de referência, no qual se criou novo item relacionado à informação acerca da publicação ou não de informes ou documentos socioambientais pelas companhias emissoras, passando o próprio ente regulador do mercado a solicitar as informações quanto aos relatórios ambientais. Ademais, como visto no tópico anterior, esta prática foi novamente reformulada em dezembro de 2021, por via da Resolução CVM nº 59/2021, que, alterando o formulário de referência, impôs às companhias que não divulgam informes socioambientais que expliquem esta postura.

O sucesso desta iniciativa autorregulatória, que foi transformada em norma regulatória pela CVM após a demonstração prática da eficácia da medida e da adesão das companhias abertas (apontando a importância da autorregulação pelos agentes de mercado, já que estes se mostram mais especializados e experientes quanto à

¹²¹ Sobre a natureza desta prática, em diferenciação à autorregulação, regulação e *soft law*, assim se posicionam Chaves e Flores (2016, p. 275): “Por se tratar de mera recomendação dirigida pela instituição administradora do mercado às empresas listadas, no Brasil, a publicação de informes sobre sustentabilidade se caracteriza eminentemente como direito não prescritivo, ou seja, recomendação proveniente de mecanismos de *soft law*, também conhecidos como *soft norm* ou *droit doux*. Deve-se ressaltar que tais recomendações não constituem norma jurídica, os referidos textos não estabelecem obrigações de direito positivo e dispositivos não são cogentes. Conforme destaca Jacques Chevalier, estes instrumentos “indicam os ‘objetivos’ que seria desejável atingir, fixam ‘diretivas’ que seria oportuno de seguir, formulam ‘recomendações que seria bom de respeitar’, com a sua aplicação dependendo não do elemento da coercibilidade, mas sim da adesão voluntária dos destinatários, consistindo assim em um “direito brando” - *soft law* -, que põe em segundo plano a noção de comando e, assim, representa concepção mais flexível da normatividade jurídica”.

¹²² Conferir “Novo Valor – Sustentabilidade nas Empresas”, disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/1A/D7/91/AF/132F561060F89E56AC094EA8/Guia-para-empresas-listadas.pdf>>, acesso em 08 abr. 2022.

matéria regulada), comprova a existência de pressão interno e externa às empresas acerca da necessidade de aumento do nível de *disclosure* ambiental.

Mais uma importante iniciativa da bolsa de valores brasileira foi a criação de índices atrelados à sustentabilidade ambiental. Os índices existentes na bolsa de valores são agrupamentos de certos ativos (valores mobiliários) vinculados entre si por certas características, como os índices de segmentos econômicos, índices de carteira de ações mais negociadas ou índices vinculados a certos objetivos.

Por influência da criação do índice *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) em 1999, nos Estados Unidos, e do índice FTSE4good¹²³, da bolsa de valores de Londres, a bolsa de valores brasileira criou, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), sendo o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina (SANTANA, 2019, p. 11). Esta iniciativa teve a participação de grupos e instituições (ABRAPP¹²⁴, ANBIMA, APIMEC¹²⁵, IFC¹²⁶, Instituto Ethos¹²⁷ e Ministério do Meio Ambiente) que somaram forças com a bolsa de valores (VASCONCELOS et al., 2020, p. 2).

O ISE se caracteriza por ser uma carteira teórica de ativos¹²⁸, escolhidos conforme critérios e metodologias desenvolvidas pela B3, de empresas emissoras que atinjam parâmetros de comprometimento com a sustentabilidade empresarial, isto é, que adotem práticas destacadas nos setores ASG (responsabilidades ambiental, social e de governança corporativa) em suas atividades. As companhias abertas listadas na bolsa de valores, portando, podem se candidatar a integrar a carteira do

¹²³ “Dow Jones Sustainability Index, DJSI: criado em 1999 e sob responsabilidade técnica da consultoria RobecoSAM, o DJSI hoje se constitui de uma família de índices globais e regionais, listados no Quadro 13, cuja metodologia aborda uma estratégia best in class para determinação das empresas líderes em sustentabilidade em suas respectivas indústrias (DJSI, 2014). [...] FTSE4Good: o Financial Times Stocks Exchange Sustainability Index, FTSE4Good, também é uma família de índices de sustentabilidade, cujos critérios para integração da carteira envolvem a pesquisa pública e resposta de questionário por parte das empresas (FTSE4Good, 2013). Além de critérios de exclusão setorial, como ocorre no DJSI, das indústrias de tabaco, armamento nuclear, e partes ou sistemas de armamento, existem critérios específicos para a análise de empresas expostas aos setores de marketing da substituição do leite materno, mineração de urânio e energia nuclear” (BUOSI, 2014, p. 64-65).

¹²⁴ Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

¹²⁵ Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

¹²⁶ *International Finance Corporation*, membro do Grupo Banco Mundial.

¹²⁷ O Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social é uma OSCIP (organização da sociedade civil de interesse público).

¹²⁸ O ISE é formado por ações e *units* (certificados de depósito de ações) de companhias listadas na B3 que correspondam a critérios definidos pela bolsa, não se incluindo *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) e ativos de emissoras em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou que sejam negociados em outras situações especiais de listagem. O índice não dispõe, atualmente, de filtros de exclusão de empresas por setor econômico de atividade.

índice, mediante o preenchimento de formulário¹²⁹ fornecido pela B3 e o encaminhamento de documentos específicos para a bolsa. O questionário é composto por sete dimensões de análise das atividades da empresa, sendo eles: dimensão geral, natureza do produto/serviço, dimensão econômico-financeira da companhia, dimensão ambiental e social, mudança climática e governança corporativa (VIDAL, 2018, p. 9).

A metodologia e os critérios estabelecidos pela B3 para o ingresso na carteira teórica da ISE são indicados em documento disponibilizado pela bolsa em seu sítio eletrônico¹³⁰ para acesso das companhias interessadas e dos investidores, dando transparência aos parâmetros utilizados pela B3 na escolha dos ativos que compõem o índice.

As companhias, para o ingresso na carteira, precisam alcançar os seguintes critérios de sustentabilidade empresarial: Score ISE B3¹³¹ igual ou maior que a nota de corte geral aplicável a cada ciclo anual de seleção; pontuação por tema do questionário ISE B3 maior ou igual que 0,01 pontos; pontuação qualitativa mínima de 70 pontos percentuais; índice de risco reputacional (RepRisk Index – Peak RRI) igual ou menor que 50 pontos; Score CDP-Clima igual ou superior a “C”; e resposta positiva às perguntas do questionário classificadas como requisitos mínimos para o setor.

Ademais, a bolsa poderá excluir o ativo do índice em caso de ocorrência de qualquer incidente que demonstre incompatibilidade das atividades empresariais com a sustentabilidade (como exemplo, tem-se a exclusão da Vale S.A. do ISE após o rompimento da barragem de Brumadinho¹³²).

¹²⁹ “De acordo com ISEBVMF (2012, p. 1) o questionário é composto por diferentes dimensões que avaliam vários aspectos da sustentabilidade: Dimensão Geral: compromissos com o desenvolvimento sustentável, alinhamento às boas práticas de sustentabilidade, transparência das informações corporativas e práticas de combate à corrupção. Dimensão Natureza do Produto: impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas, adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor. Dimensão Governança Corporativa: relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração, processos de auditoria e fiscalização, práticas relacionadas à conduta e conflito de interesses. Dimensões Econômico-Financeira, Ambiental e Social: políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal. Dimensão Mudança do Clima: política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema. No processo seletivo é realizada uma análise comparativa entre as respostas fornecidas pelas corporações e os documentos apresentados por elas, como fim de verificar se as informações são concisas e verdadeiras” (VASCONCELOS et al., 2020, p. 3).

¹³⁰ Conferir “Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)”, disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/DB/B2/66/3C/6B6AA71096B63AA7AC094EA8/ISE-Metodologia-pt-br%20vf.pdf>>, acesso em 12 abr. 2022.

¹³¹ Encontrado conforme cálculo apontado no documento “Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)”, cf. nota de rodapé acima.

¹³² Conferir “Comunicado: Saída da Vale da carteira 2019”, disponível em: <<https://iseb3.com.br/comunicado-saida-vale-da-carteira-2019-1>>, acesso em 14 abr. 2022.

Em 2005 e 2006, o ISE era composto por 28 empresas, representativas de 12 setores, sendo 57% das companhias participantes do Novo Mercado e 33% dos segmentos Nível 1 e Nível 2 (VIDAL, 2018, p. 9). A carteira atual é composta por 46 companhias. Desde que foi criada até dezembro de 2021, o ISE B3 apresentou performance de 267,06%, contra 228,42% do Ibovespa, além de menor volatilidade: 16,72% em relação a 19,71% do Ibovespa (INTELIGÊNCIA FINANCEIRA, 2022). O ISE dispõe de três categorias, sendo elas a elegível (único meio de se fazer parte da carteira), a treineira (participação parcial no programa) e a simulada (aberta a todas as empresas da B3), sendo que as duas últimas categorias não são consideradas efetivamente integrantes do ISE (VIDAL, 2018, p. 10).

Sobre os as medidas práticas de *disclosure* diferenciado pelas empresas componentes do ISE, deve ser indicado relevante trabalho de Santana (2019, p. 33), que, em exame dos documentos informacionais das companhias da carteira do ISE nos anos de 2016 a 2018, averiguou que a transparência de tais empresas “[...] apresenta um excelente nível, ou seja um *full disclosure*”, ainda indicando que os resultados “[...] apresentam uma transparência no que tange aos aspectos socioambientais, criando assim valores para as organizações”¹³³.

O indicativo ao mercado da participação de empresas em índices que impõem critérios de sustentabilidade para o ingresso em tais carteiras é a existência de práticas que possibilitam a diminuição de riscos e passivos ambientais na atividade econômica empresarial, bem como a tendência à aquisição de confiança dos demais *stakeholders* de tais companhias em seus projetos empresariais¹³⁴.

¹³³ Em relação ao desempenho econômico-financeiro das empresas participantes do ISE, Monteiro, Dos Santos e Dos Santos (2020, p. 75), em trabalho monográfico sobre o tema, assim concluem: “Com base nos dados de 209 empresas listadas na B3, no período de 2014 a 2017, após a segregação dos dados entre as empresas pertencentes do ISE e as não pertencentes, os testes empíricos demonstraram que empresas listadas no ISE obtiveram maiores resultados nos indicadores ROA, ROE e EBITDA para o período analisado. Portanto, as entidades que compõem a carteira do ISE apresentam melhor desempenho econômico-financeiro do que as empresas que não compõem tal carteira. Assim, a aplicação prática deste estudo é que a carteira do ISE tende a influenciar no desempenho da empresa e, conseqüentemente, nas decisões do investidor que, por sua vez, tenderá a aplicar seu recurso não unicamente em uma empresa com melhor desempenho, mas também que se enquadre como uma organização sustentável segundo os critérios estabelecidos na B3”.

¹³⁴ Esta é a conclusão de outro trabalho monográfico sobre o tema: “Estudos anteriores abordado nesta pesquisa apontam que o aumento do *disclosure* pelas empresas resulte na minimização da assimetria de informação, diminuindo o risco oferecido aos financiadores da empresa, bem como na melhoria da negociabilidade das ações no mercado. Os achados deste estudo demonstram que as empresas que praticam o *disclosure* voluntário ambiental e possuem participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial ISE tem relação com o risco econômico, ou seja quanto maior a evidenciação dos relatórios ambientais e de sustentabilidade menor o custo de capital de terceiros. Verifica-se também relação positiva com as variáveis investidores institucionais e tamanho da empresa, esse achado demonstra que as grandes empresas que praticam o *disclosure* ambiental bem como os investidores sofisticados

Ainda quanto à eficácia o ISE como indutor de boas práticas de *disclosure* e de boas práticas de governança corporativa, deve ser citado estudo que verificou o comportamento das 30 empresas listadas no ISE durante o período de 2017/2018 em relação a questões relacionadas à pauta ASG. Foram analisados os documentos informacionais (relatórios de sustentabilidade) das referidas empresas, além de resposta a um questionário contendo diversos pontos pertinentes à governança e à transparência, concluindo-se pela evidenciação de níveis consideráveis de boas práticas de governança corporativa pelas companhias da carteira teórica da ISE (VIDAL, 2018, p. 27), o que corrobora a aplicação, pelo Conselho Deliberativo do ISE, de quesitos de rigor para aceitação de empresas na carteira, possibilitando a diferenciação de mercado e influenciando investimentos (especialmente por investidores institucionais) nos valores mobiliários ali listados.

A bolsa de valores brasileira também possui outros índices voltados à sustentabilidade ambiental, como o Índice Carbono Eficiente (ICO2 B3). O ICO2 B3 foi criado em 2010, tendo como principal propósito ser um instrumento indutor das discussões sobre mudança do clima no mercado nacional.

A B3, baseando-se na experiência da Bolsa de Nova Iorque com o índice *S&P Carbon Efficient*, buscou seguir, com a ICO2 B3, o mesmo rendimento do Índice Brasil 50 (IBrx50 B3) – que é o indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações da B3 –, ponderando o peso das empresas que aderem voluntariamente aos critérios e aos parâmetros do ICO2 B3 (BUOSI, 2014, p. 67).

Para participar deste índice, as companhias se comprometem a encaminhar informações referentes ao seu inventário de emissões dos gases do efeito estufa, conforme metodologia disponibilizada pela B3, baseando-se em critérios desenvolvidos pelo *World Resources Institute*, em parceria com o *World Business Council for Sustainable Development*, sendo criado em consonância com as normas ISO e metodologia de cálculo do *Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC) (BUOSI, 2014, p. 68).

No ano de 2022, a carteira ICO2 B3 é composta por 67 ações de 64 companhias pertencentes a 29 setores econômicos, tendo apresentado, desde sua criação até dezembro de 2021, performance de 103,86% contra 60,91% do Ibovespa,

e analistas de mercado participam desse contexto de responsabilidade ambiental” (FERNANDES; ZITTEI; HERCULANO, 2013, p. 13).

contando, no mês de dezembro de 2021, com a volatilidade de 18,78%, contra 19,71% do Ibovespa¹³⁵.

Da mesma forma que o ISE, o ICO2 B3 apresenta performance acima do Ibovespa, podendo-se aferir que as empresas pertencentes a tais índices de maior transparência ambiental e que desenvolvem maiores práticas de sustentabilidade empresarial são, em média, companhias de maior valorização de suas ações¹³⁶, do que decorre o maior retorno e a menor volatilidade em relação a seus ativos¹³⁷⁻¹³⁸.

De forma semelhante ao incentivo buscado pelos índices ambientais do mercado acionário, outra prática de mercado que vem se desenvolvendo rapidamente é a criação de fundos de investimento que tem como objetivo a formação de carteira de ativos vinculados aos melhores padrões e práticas ambientais. Esta iniciativa, inclusive, é fomentada também pela B3, que promove a identificação e negociação de ativos e das cotas de fundos de investimento em tais ativos¹³⁹.

¹³⁵ Conferir “B3 divulga nova carteira do Índice Carbono Eficiente”, disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ico2-b3-8AA8D0CD7DB66E03017E253F06077644.htm>, acesso em 16 abr. 2022.

¹³⁶ “As correlações dos os *rankings* ambientais com os *rankings* de valor de mercado das organizações indicaram uma associação positiva e moderada entre o *disclosure* ambiental com o valor de mercado das empresas. Percebe-se por meio destes achados, que empresas que divulgam informações relacionadas com o ambiente no qual estão inseridas, a utilização de recursos naturais e a forma como buscam proteger o meio ambiente tendem a apresentar melhores valores no mercado de capitais frente as suas concorrentes que não divulgam tais informações. Tais evidências corroboram com a conclusão de Dye (1985) em relação a Teoria do *Disclosure* Voluntário, e com a vertente de pesquisa que sugere que a divulgação de informações voluntárias por parte das empresas acarreta em benefícios para as mesmas, uma vez que os resultados empíricos desta pesquisa revelaram que empresas de alto impacto ambiental que divulgam informações voluntariamente tendem a apresentar melhores valores de mercado” (CECON; HEIN; KROENKE, 2018, p. 34-35).

¹³⁷ “Diante dos presentes resultados, pode-se afirmar que as firmas que, em média, possuem desempenho superior, que são maiores em termos de seu ativo total e alavancadas financeiramente, estão mais propensas a publicarem o relatório de sustentabilidade. Uma explicação plausível para esses achados fundamenta-se no fato de que empresas grandes, rentáveis, e alavancadas tendem a dispor de maiores disponibilidades de recursos para empregar na publicação de relatórios de caráter voluntário, como o relatório de sustentabilidade” (BORGES JÚNIOR, 2018, p. 798).

¹³⁸ “A relevância dos modelos que consideram o retorno para o acionista condiz com os estudos que apontam que a gestão das questões socioambientais, ao gerar valor para os stakeholders da empresa, não é contraditória às premissas tradicionalmente aceitas pelo mercado, de maximização da geração de valor para o acionista. Tanto na matriz de correlações como nas regressões por MQO, a maior relação se apresentou no modelo que testa a Hipótese 1, de que o melhor desempenho financeiro das empresas gera maior eficiência na gestão de emissões de GEE. Este resultado aponta para uma consideração importante, de que as empresas que fazem a gestão adequada de suas operações e finanças dispõem de recursos para o investimento em iniciativas para melhoria do desempenho socioambiental. A consideração deste resultado é de grande valor para a indústria de investimentos, que em diferentes estudos e relatórios do setor aponta que o bom desempenho socioambiental pode ser adotado como uma proxy para a gestão financeira das empresas” (BUOSI, 2014, p. 89).

¹³⁹ Conferir “Produtos e Serviços ESG”, disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/green-bonds/>, acesso em 16 abr. 2022.

Em 2021 havia, no mercado brasileiro, mais de 40 fundos de investimento disponíveis com temática de sustentabilidade, incluindo fundos em índices ambientais, representando, em valores de ativo, mais de R\$ 1 bilhão de reais; apesar da clara evolução deste mercado (crescimento de mais de 46% na relação entre 2020 e 2021), estes valores, no entanto, representam somente 0,13% do patrimônio dos fundos de investimento em ações e apenas 0,01% do patrimônio dos fundos de investimento em geral (BERTÃO, 2021).

A B3 também editou um guia, denominado “Novo Valor – Sustentabilidade nas empresas: como começar, quem envolver e o que priorizar”, trazendo material didático e prático com orientações acerca da inserção de aspectos ASG em companhias abertas, focando na abordagem de sustentabilidade na análise de investimentos no mercado de valores mobiliários (ANBIMA, 2020, p. 45). Em parceria com a CVM e outras entidades, a B3 lançou, em 2018, o guia “Mercado de Capitais e ODS”, correlacionando os pontos do formulário de referência às diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI) empregadas para reportar o progresso nos objetivos de desenvolvimento sustentável estabelecidos pela Organização das Nações Unidas.

Verifica-se, portanto, a existência de várias iniciativas promovidas pela principal bolsa de valores e de mercadorias e futuros do Brasil, a B3, no sentido de estimular e desenvolver as práticas ASG além dos patamares estabelecidos pela legislação e pela regulamentação estatal.

Como se demonstrou, diversas destas iniciativas são voltadas à maior transparência quanto às informações ambientais e climáticas das companhias, sendo importantes catalisadores do aprofundamento das medidas relacionadas ao *disclosure* ambiental no mercado de capitais brasileiro.

4.1.2 Associações privadas: a promoção de práticas ASG pelas companhias abertas

O mercado de capitais também possui, além das bolsas de valores, outros importantes agentes indutores de condutas por via da autorregulação, são as associações privadas, comumente estabelecidas como foro de reunião dos atores das categorias profissionais do mercado de valores mobiliários (como exemplo: a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA; Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC; Associação Brasileira das Companhias Abertas – Abrasca; Associação Nacional dos Bancos de

Investimento – ANBID; Associação de Analistas e Profissionais de Investimentos no Mercado de Capitais – APIMEC e Federação Brasileira de Bancos – Febraban) e organizações voltadas a interesses temáticos, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, no que tange ao mercado nacional.

Estas organizações privadas atuam, no geral, na autorregulação de base voluntária, por via de edição de normas e padrões aplicáveis para as entidades e para os profissionais que compõem os quadros de tais associações, sendo implementadas por via de uma relação contratual e de forma privada¹⁴⁰.

Estas associações, tendo por escopo precípua o fomento do mercado específico de atuação da categoria representativa e, por consequência, do mercado de capitais como um todo (no caso das associações de categoria de agentes do mercado) ou o fomento de iniciativas de solução de problemas temáticos ou de desenvolvimento de melhorias em tópicos específicos (como as associações temáticas), promovem o cumprimento de melhores práticas de governança corporativa em relação a seus associados para atingimento de seus objetivos institucionais.

Para tanto, as associações se utilizam das ferramentas autorregulatórias do estabelecimento de normas (geralmente códigos e manuais de melhores práticas) e da criação de mecanismo de fiscalização e de sanção dos membros de tais instituições.

Destas associações, destaca-se o papel da ANBIMA como organização central na autorregulação do mercado de capitais brasileiro¹⁴¹, destacando-se como braço da

¹⁴⁰ “Temos, ainda, no mercado de valores mobiliários brasileiro, outros códigos de auto-regulação elaborados por entidades auto-reguladoras privadas. Essas entidades auto-reguladoras diferenciam-se das Bolsas de Valores, no que se refere ao exercício do poder de auto-regulação, por não exercerem uma função pública. Voltando à classificação apresentada no início deste capítulo, essas entidades auto-reguladoras são de natureza privada, ou seja, não há outorga de poderes de normatização pelo Estado, só que mesmo assim essas instâncias de auto-regulação privadas estabelecem espontaneamente regras de orientação e condicionamento de seus membros, que se submetem de forma voluntária” (ZANOTTA, 2005, p. 118-119).

¹⁴¹ “Os maiores exemplos da manifestação da Autorregulação de Base Voluntária no mercado de valores mobiliários brasileiro, contudo, são, sem dúvida, as atividades desempenhadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima). As funções autorregulatórias da Anbima abrangem não apenas o credenciamento de agentes para atuar no mercado de capitais (mister de que a entidade também se ocupa), alcançando regras sobre a administração e a gestão de fundos de investimento, a custódia de ativos, as ofertas públicas de valores mobiliários, a negociação de instrumentos financeiros e a distribuição de produtos no segmento de varejo (Anbima, 2021). Essas regras são compiladas em códigos de conduta, aos quais aderem os participantes do mercado interessados em atuar nos segmentos por eles regulados. Atualmente, a Anbima conta com 284 entidades associadas, 1.125 instituições aderentes a seus códigos de conduta

CVM em relação à autorregulação de base voluntário, especialmente pela utilização de convênios entre o ente público e a associação e o estabelecimento de normas pelo regulador que referenciam as normas e códigos de autorregulação da entidade privada (FREIRE, 2021, p. 167).

Em relação ao *disclosure* ambiental, deve ser citado o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros¹⁴², que estabelece, como um dos princípios gerais de conduta, a transparência e a diligência (vide artigo 6º, inciso I). Ademais, o prospecto dos fundos de investimento em direito creditório deverá conter, no mínimo, a indicação clara e acerca dos fatores de risco relacionados à legislação ambiental (Anexo II, artigo 11, inciso XVIII, alínea j), como também no prospecto dos fundos de investimento imobiliário, em que se destaca a necessidade de informar os riscos ambientais (Anexo III, artigo 9º, § 1º, inciso XXII, alínea I), havendo, ainda neste anexo, a obrigação de informar as considerações de aspectos jurídicos e ambientais nos documentos concernentes às avaliações dos ativos objeto de aquisição pelo fundos imobiliários (Anexo III, artigo 12, inciso III).

Importante função da ANBIMA, delegada pela CVM por via da Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, diz respeito ao registro e à certificação de profissionais do mercado de capitais, necessários para que estes exercem legalmente suas atividades no referido mercado, como os analistas de valores mobiliários e os gestores de ativos, o que é realizado por via de convênios e códigos de autorregulação da referida entidade privada¹⁴³. Em recente iniciativa, a ANBIMA estabeleceu novos requisitos para os exames de certificação das referidas categorias profissionais, que incluirá, a partir de julho de 2022, temas relacionados aos investimento ASG, em

e 156.831 profissionais certificados atuando em empresas certificadas pela autorreguladora (Anbima, 2021). Como se vê, a instituição mantém sob sua responsabilidade expressiva parcela do mercado de valores mobiliários” (FREIRE, 2021, p. 166).

¹⁴² Conferir “Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros”, 2019, disponível em <https://www.anbima.com.br/data/files/0D/E6/16/1D/294D561057EB3C5678A80AC2/codigo_de_Administracao_de_Recursos_de_Terceiros_02_01_19.pdf>, acesso em 19 mai. 2022.

¹⁴³ “Na esfera da autorregulação de base voluntária extraímos casos de iniciativa exclusivamente privada que foram incorporados pela CVM, num evidente reconhecimento do prestígio e confiança do Poder Estatal na atuação das coletividades que atuam no mercado [...] Por exemplo: ICVM 483/2010 (a CVM deixa de registrar os analistas de valores mobiliários, cabendo exclusivamente às entidades credenciadoras devidamente autorizadas pela CVM habilitar esses profissionais a exercer a atividade de análise); Convênios celebrados com a ANBIMA para ‘Mútuo aproveitamento de termos de compromisso celebrados e de penalidades aplicadas no âmbito das duas instituições, bem como intercâmbio de informações.’ E ‘Procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário ou secundário’” (DIAS; BECUE, 2012, p. 7.370-7-371).

relação a todas as certificações da ANBIMA, quais sejam, CPA-10, CPA-20, CEA, CFG, CGA e CGE, em alinhamento com o próprio Guia da ANBIMA sobre sustentabilidade no mercado, publicado no ano de 2020¹⁴⁴.

Esta associação, buscando a melhoria das práticas e avaliações dos agentes a ela vinculados e do mercado em geral no que tange aos aspectos ASG, lançou dois guias abordando diversas questões relacionadas ao tema, especialmente pontos relacionados à padronização, metodologia e análise de investimento quanto aos aspectos ASG, denominados “Guia ASG: Incorporação dos Aspectos ASG nas Análises de Investimento” (ANBIMA, 2020) e “Guia ASG II: Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento” (ANBIMA, 2022a).

A associação estabeleceu, no Código de Administração de Recursos de Terceiros da ANBIMA, em seu Capítulo XI, e no documento Regras e Procedimentos para a Identificação de Fundos de Investimento Sustentável, vigentes a partir de 3 de janeiro de 2022, diversas normas relacionadas às questões de transparência quanto aos riscos ambientais dos negócios geridos pelas instituições participantes, bem como regramentos voltados à padronização e à identificação de fundos voltados ao investimento sustentável, procurando evitar a utilização indevida de nomenclaturas ASG em relação a fundos e títulos que não possuam os caracteres mínimos de sustentabilidade quanto aos negócios subjacentes.

Importante iniciativa de autorregulação voluntária é o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, documento criado pelo IBGC no ano de 1995, atualmente editado em parceria com outras organizações (formando o Grupo de Trabalho Interagentes), voltado a servir de guia para as empresas de capital aberto em relação às melhores práticas de governança corporativa, sendo este instrumento autorregulatório um marco inicial para o estudo e a prática da governança empresarial no Brasil (KAO, 2016, p. 56)

Um dos pilares básicos do Código Brasileiro de Governança Corporativa se trata da transparência, definido pelo documento como o “[...] no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos”, não devendo se restringir ao caracteres puramente econômico-financeiros, devendo

¹⁴⁴ Conferir “Exames de certificação incluirão questões sobre ESG a partir de julho”, 14 fev. 2022, disponível em <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/exames-de-certificacao-incluirao-questoes-sobre-esg-a-partir-de-julho.htm>, acesso em 24 abr. 2022.

contemplar os demais fatores importantes da atividade empresarial, como os aspectos intangíveis que baseiam a otimização de valor das companhias (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016, p. 15). Ademais, outro princípio que norteia o código é a prestação de contas (*accountability*), dispondo que os agentes de governança devem sempre prestar contas de forma clara, compreensível e tempestiva, atuando com diligência e responsabilidade.

Ainda, o código dispõe sobre a necessidade de boas práticas no gerenciamento de riscos e no controle de conformidade (*compliance*) pelas companhias, sendo imprescindível uma estruturação de órgãos dentro da administração da empresa que efetuem tais gestão e controle, orientando as empresas a complementar “[...] as informações sobre política de gerenciamento de riscos e controles internos previstas no Formulário de Referência com informações sobre a adoção ou não dos Princípios e Práticas Recomendadas acima” (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016, p. 54)¹⁴⁵. O código também impactou na própria regulação do mercado de capitais, tendo em vista que a Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, inseriu na Instrução CVM nº 480/2009 a obrigação de as companhias abertas de Categoria A (aquelas que podem ofertar ações em mercados organizados) seguirem as suas práticas de divulgação de informações de governança, passando a figurar como o Anexo 29-A da referida Instrução CVM nº 480/2009 (atualmente o Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022).

O IBGC também editou, em novembro de 2007, o “Guia de Sustentabilidade para as Empresas”, que buscou a internalização “[...] dos novos conceitos e ferramentas nos processos de gestão, de modo a subsidiar um modelo de tomada de decisão que contemple os aspectos econômico-financeiros e socioambientais e os interesses dos diversos *stakeholders* no curto e longo prazos” (IBGC, 2007, p. 9).

Em relação à AMEC, houve a edição do Código Brasileiro de *Stewardship*, objetivando orientar os investidores (especialmente os investidores profissionais e institucionais) acerca de princípios e políticas importantes quanto às decisões de investimento, definindo o conceito de *stewardship* como o cuidado na gestão e o

¹⁴⁵ “Caso a companhia não possua uma política de gerenciamento de riscos aprovada pelo conselho de administração e/ou cujo conteúdo não abranja determinada prática recomendada, deve explicar as razões de não adotá-la. As informações sobre a existência de um programa de *compliance* e a adoção ou não das Práticas Recomendadas deve ser feita no Formulário de Referência, complementando as informações sobre política de gerenciamento de riscos e controles internos” (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016, p. 55).

monitoramento dos valores mobiliários (AMEC, 2016, p. 3). Dos sete princípios gerais do código, estabelecidos no intuito do melhor cumprimento do dever fiduciário dos investidores para com seus beneficiários finais, devem ser citados cinco: considerar aspectos ASG nos seus processos de investimento e atividades de *stewardship*; monitorar os emissores de valores mobiliários investidos; ser ativo e diligente no exercício dos seus direitos de voto; definir critérios de engajamento coletivo; e dar transparência às suas atividades de *stewardship* (AMEC, 2016, p. 3). Quanto ao primeiro princípio aqui citado, o código orienta os investidores a considerar, em seu processo de investimento, os fatores ambientais, sociais e de governança em relação às atividades da empresa investida, buscando gerir de forma prudente o capital de seus beneficiários finais, tomando os fatores ASG como pontos de relevância em relação ao cumprimento do seu dever fiduciário (AMEC, 2016, p. 3).

Interessante citar, por fim, o “Guia para a Emissão de Títulos Verdes no Brasil”, editado em 2016 pela FEBRABAN, objetivando orientar os participantes e interessados no mercado de renda fixa brasileiro acerca da negociação de títulos voltado à sustentabilidade ambiental, denominados de “títulos verdes” (também chamado, nos mercados estrangeiros de *green bonds*, conforme visto em tópico anterior).

É importante pontuar que, mesmo que tais códigos e normas estejam dentro da sistemática de autorregulação de base voluntária, pela importância das organizações que editam tais documentos – seja pela influência perante profissionais e empresas do setor de representação e de atuação de tais entidades (como o caso da ANBIMA, da Abrasca, da APIMEC, da B3 e da FEBRABAN) ou pelo prestígio angariado ao longo do tempo pela organização no âmbito mercado de capitais (como no caso do IBGC e da AMEC) – tais normas possuem forte poder de indução em relação aos investidores de mercado e às companhias abertas, já que estabelecem patamares e padrões de conduta em níveis concordes às práticas mais avançadas, acima dos especificados na regulação estatal, em consonância com os ditames de mercado e das entidades internacionais, executando este trabalho qualificadamente, por serem editadas por organizações diretamente participantes do mercado de valores mobiliários.

Por tais características, o próprio órgão regulador brasileiro, por via da sua Superintendência de Relações com Empresas (SEP), publicou o já citado Ofício-Circular CVM/SEP/Nº 3/2019, de 28 de fevereiro de 2019, em que traça orientações

aos emissores de valores mobiliários sobre os procedimentos que devem ser observados no envio de informações periódicas e eventuais, para isso indicando, como sugestão, a observação: i) das melhores práticas de governança corporativa indicadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa do IBGC; e ii) quanto às questões socioambientais, a leitura do (a) Guia de Sustentabilidade para as Empresas, também do IBGC, do (b) guia Novo Valor – Sustentabilidade nas empresas, da B3, e do (c) guia Mercado de Capitais e ODS, também da B3, todos acima comentados, demonstrando a intensa interface da autorregulação e das entidades regulatórias em relação ao tema do *disclosure* ambiental.

4.1.3 Empresas e investidores: certificações e outras iniciativas

As próprias empresas também são instadas, pelas pressões do mercado (*stakeholders*, investidores, consumidores, dentre outros atores envolvidos direta ou indiretamente na vida da empresa), a adotar posturas e iniciativas relacionadas à sustentabilidade ambiental que vão além das normas de regulação estatal (ou, ainda, das normas autorregulatórias das bolsas de valores e de associações relacionadas à atividade da empresa).

Desta forma, as próprias companhias, buscando uma diferenciação de mercado e almejando agregar valor a longo prazo à empresa e atender aos anseios dos vários interessados, procuram estabelecer ou seguir práticas destinadas a implementar outros mecanismos de transparência ambiental, em adição àqueles anteriormente analisados¹⁴⁶.

¹⁴⁶ “Parece evidente que, no mercado primário de valores mobiliários, se um determinado emissor deixar de divulgar informações em um nível satisfatório, os investidores aplicarão um desconto no preço dos valores mobiliários de sua emissão, o que representa justamente essa desinformação sobre o futuro dos negócios a serem desenvolvidos, levando, portanto, a um aumento do custo de capital. Adicionalmente, um emissor que almeja obter o maior preço possível pelos valores mobiliários emitidos deverá necessariamente tomar todas as atitudes justificáveis, sob uma perspectiva de custo e benefício, para fazer com que os títulos por ele ofertados tornem-se valiosos no mercado secundário, considerando que os investidores que subscrevem os valores mobiliários no mercado primário têm a pretensão de vendê-los por preço maior no futuro, contando com sua valorização. Esse potencial de valorização depende, em grande parte, das informações a serem divulgadas em bases constantes pelo emissor, e influenciará o valor que os investidores estão dispostos a pagar pelo ativo no mercado primário. Dessa forma, o emissor seria incentivado, também, a comprometer-se com a divulgação contínua de informação, uma vez que, caso contrário, os potenciais compradores dos valores mobiliários no mercado secundário aplicarão um desconto no respectivo preço (decorrente da falta de informações a seu respeito), e, conseqüentemente, o investidor inicial, que subscreveu o valor mobiliário no mercado primário, antecipando esse cenário, aplicaria esse desconto desde logo, mesmo que, naquele momento, as informações sejam devidamente prestadas” (PITTA, 2013, p. 136).

Dentre diversas práticas empreendidas pelas companhias, com as já citadas adesão à segmentos diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores e filiação a associações que promovem códigos e normas de melhores práticas de *disclosure*, afigura-se relevante a participação de empresas em programas de certificações relacionadas à sustentabilidade ambiental que fomentam a transparência empresarial.

Certificações já estabelecidas no mercado e que envolvem melhores práticas de *disclosure* e gestão ambiental são a ISO 14001, a LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*, isto é, Liderança em Projeto para Energia e Meio Ambiente), o FSC (*Forest Stewardship Council* – Conselho de Manejo Florestal) e o selo IBD (Instituto Biodinâmico de Desenvolvimento Rural).

Outra iniciativa foi a criação do Sistema Brasileiro de Certificação – SBC, sendo instituído conforme a Resolução nº 08/1992 do Conselho Nacional de Metrologia, Normatização e Qualidade Industrial (Conmetro), tendo por finalidade essencial constituir uma base para a certificação ambiental no Brasil. Desta forma, o sistema é composto por organizações credenciadas que certificam e regulamentam os trabalhos e os resultados das empresas certificadas, sendo que tais organizações, por seu turno, devem ser também certificadas pelo SBC e pelo Instituto Nacional de Metrologia, Qualidade e Tecnologia (Inmetro).

Quanto ao ISO 14001, trata-se de um conjunto de regras para a criação de um sistema de gestão ambiental, que possibilita a uma empresa ou organização desenvolver uma estrutura para resguardar o meio ambiente e possibilitar melhores respostas às mudanças das situações ambientais (FURNIEL, 2022). As empresas que desejam certificar que suas atividades estão em conformidade com um desempenho ambiental sustentável podem pleitear a certificação ISO 14001. Tal conjunto de normas, reconhecido pela Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), busca determinar as exigências para as empresas na instalação de um sistema de gestão ambiental apropriado (o que envolve a maior transparência quanto às informações ambientais da atividade), permitindo às companhias o melhor desenvolvimento de práticas ambientalmente sustentáveis.

A certificação LEED, existente em 143 países, é focada em edificações sustentáveis, objetivando estimular melhores práticas na construção civil, especialmente em relação ao controle de emissão de gases poluentes. O FSC, por sua vez, está presente em mais de 70 países, focando na gestão do manejo florestal

sustentável, pretendendo servir de ferramenta ao controle de utilização das florestas e de seus insumos. Já o selo IBD se destina à certificação de produtos orgânicos e sustentáveis, sendo a maior certificação do gênero na América Latina, analisando produtos orgânicos e biodinâmicos e produtos de agricultura sustentável.

As certificações e os selos, apesar de não serem ferramentas de estímulo ao *disclosure* ambiental exclusivas às companhias abertas, são importantes mecanismos existentes na seara das práticas de mercado, utilizados como mais um meio de diferenciação pelas empresas e organizações, especialmente em relação a certos setores da economia ou produtos, já que as certificações são, em geral, focalizadas em relação a certas espécies de análise¹⁴⁷.

Ademais, outra prática relevante de *disclosure* ambiental voluntário no âmbito das empresas, impulsionada pelo crescente ativismo dos *stakeholders*, dos investidores das companhias e dos gestores de ativos, é a utilização de *ratings* e de *rankings*, desenvolvidos e operados especialmente por investidores institucionais e profissionais, para focalizar os aspectos ASG das atividades das companhias investidas e ranquear as empresas conforme a implementação de práticas nestas searas.

Desta forma, os investidores engajados, empregando metodologias próprias ou já existentes no mercado local ou internacional, batem às portas das companhias, muitas vezes se utilizando de questionários e outros expedientes, para levantar com maiores detalhes as práticas e os dados ASG das empresas investidas; com isso se estabelecem *ratings* e *rankings* empresariais voltados à sustentabilidade, que servem

¹⁴⁷ Sobre a integração entre a utilização de certificações e selos, a publicização de informações de sustentabilidade e a análise financeira fundamentalista da empresa: “Um exemplo é o custo da certificação do processo produtivo de uma empresa de papel e celulose. Estes selos, presentes em produtos do setor desde a produção de celulose à impressão gráfica, presumem a adoção de boas práticas ambientais e no relaciona- mento com *stakeholders* desde o plantio das florestas à impressão final de materiais. A valoração da certificação socioambiental e seus impactos sobre o valor de uma empresa de celulose pode considerar os seguintes impactos sobre as demonstrações financeiras: ↑ Custos Operacionais: as despesas com a certificação, desde a adequação do processo produtivo ao gasto com auditorias e verificações eleva o custo operacional da empresa. ↓ Custo Operacionais: o fortalecimento da agricultura familiar e incentivo ao plantio em áreas próximas às florestas da companhia, práticas comuns em empresas que adotam estas certificações, têm o potencial de garantir o suprimento de matéria-prima e reduzir custos operacionais (ex: transporte de madeira). ↑ Receita: produtos com selo são vendidos com um prêmio de preço e em merca- dos diferenciados quando comparados com pares sem a certificação. ↓ Provisões: a redução do risco de passivos pela adoção de melhores práticas socioambientais tem um potencial redutor sobre provisões para multas e processos desta natureza. A consideração destes e outros possíveis impactos, e o cálculo do valor presente líquido destes fatores, levam a ajustes no modelo de fluxo de caixa descontado a partir de uma decisão estratégica que tem como premissa as questões ASG” (CVM; APIMEC, 2017, 218).

de parâmetro para decisões de investimento, de desinvestimento ou de maior engajamento política na companhia, para buscar mudanças relacionadas a tais aspectos (CVM; APIMEC, 2017, p. 212).

4.2 Normatização e práticas informacionais ambientais em outras jurisdições

A globalização dos mercados mundiais, processo que se acelerou especialmente após o fim da Segunda Guerra Mundial, estreitou os laços comerciais entre as nações em todo o planeta, ocasionando a aproximação cada vez maior entre investidores e empreendedores numa escala global. Com isso, iniciou-se uma tendência, cada vez maior nas últimas décadas¹⁴⁸, de conformação e influência recíproca das normas, dos padrões e das práticas existentes nos mercados de capitais ao redor do mundo, em particular quanto aos mercados periféricos em relação aos mercados de valores mobiliários de economias mais desenvolvidas.

Esta globalização dos mercados, com a eliminação de barreiras de distância entre os agentes econômicos através do globo, ocasionou, igualmente, uma mudança de postura das empresas que procuram investimento no mercado de capitais no sentido de buscarem, cada vez mais, atingir patamares de excelência organizacional que a façam competir com outras companhias em nível global. Insere-se nesta influência da globalização no mercado brasileiro a criação de diversas iniciativas públicas e privadas ao longo das décadas de 1990 e 2000 buscando o aumento de confiança dos investidores por via da melhoria nos níveis de governança corporativa das companhias nacionais, especialmente no âmbito do mercado de capitais brasileiro, podendo ser exemplificadas as modificações na Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), a criação de organizações de fomento às boas práticas corporativas (como o IBGC) e a criação do segmento do Novo Mercado na B3¹⁴⁹.

¹⁴⁸ “A incorporação dos aspectos ambientais, sociais e de governança na estratégia corporativa, na divulgação de informações e na tomada de decisão está cada vez mais se tornando prioridade para os participantes do mercado. De acordo com Amel-Zadeh e Serafeim (2018) o número de empresas que divulgavam dados relacionados aos aspectos ASG passou de menos de 20 no início da década de 1990 para aproximadamente 9.000 em 2016” (CVM, 2022c, p. 13).

¹⁴⁹ “Nos Estados Unidos, por exemplo, a adoção das práticas de governança corporativa fora impulsionada pela atuação dos investidores institucionais. Estes, por sua vez, obtiveram maior importância em decorrência da falência dos sistemas previdenciários estatais em quase todo o mundo capitalista e pela globalização dos mercados de capitais. Esta, por sua vez, provocou a dispersão das aplicações desses investidores por todo o mundo, quer comprando ações de companhias de países emergentes, negociadas nos mercados dos Estados Unidos e nos mercados dos próprios países emergentes. Neste sentido, o movimento da governança corporativa enseja o interesse dos

Desta forma, faz-se de grande relevância ao estudo do presente tema a análise acerca do *disclosure* ambiental, tanto na seara regulatória quanto autorregulatória, nos mercados de capitais de maior relevância (seja pelo volume de operações ou pela influência que exercem em outros mercados), focando nas práticas mais atuais acerca da matéria e que podem colaborar na compreensão acerca do dever de transparência ambiental no mercado de capitais brasileiro e dos prováveis rumos da regulação e da autorregulação nacionais acerca da matéria¹⁵⁰.

Os mercados desenvolvidos apresentam, em relação à temática, abordagens e práticas oriundas de discussões realizadas nas últimas décadas que, como visto nos tópicos anteriores, já serviram de orientação para diversas normas e mecanismos existentes no ordenamento brasileiro. Ademais, o crescimento do mercado de valores mobiliários internacional em relação aos ativos sustentáveis, nos últimos anos, é notável, atingindo a soma de US\$ 35 trilhões (trinta e cinco trilhões de dólares) no ano de 2020¹⁵¹, puxando a tendência de aumento de importância de tais práticas de sustentabilidade ambiental também no mercado nacional¹⁵²⁻¹⁵³.

Em relação às estruturas regulatórias acerca do *disclosure* ambiental nos demais países, serão investigadas as normas relevantes das duas maiores entidades regulatórias de mercado de capitais, a *Securities Exchange Commission* (SEC), dos Estados Unidos, e a *European Securities and Markets Authority* (ESMA), da União Europeia.

investidores institucionais de valorizar a segurança, dentro do trinômio que também inclui a liquidez e a rentabilidade. O objetivo primordial dos investidores institucionais não é norteado pela percepção de dividendos, mas sim, pela valorização das aplicações, sendo, na ótica desses investidores, a produção de riqueza, aferível pela adição de valor econômico à empresa como um todo, constituir um dado mais importante do que a produção de lucros para a distribuição aos acionistas” (BRAGA, 2006, p. 114).

¹⁵⁰ “Além disso, a globalização e a internacionalização dos mercados influenciam profundamente os ordenamentos jurídicos nacionais, muitas vezes alterados com o fim de adaptar-se a padrões mundiais. Neste sentido, merece destaque a atuação da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – IOSCO, que procura estabelecer padrões para a regulamentação do mercado de valores mobiliários, e cujos estudos já foram citados pela CVM em consultas públicas a respeito de propostas de instruções” (MOTA, 2013, p. 70).

¹⁵¹ “A incorporação de critérios ESG às práticas de investimento tem avançado de forma acentuada nos principais mercados financeiros e de capitais nos últimos anos. No mundo todo, os ativos sustentáveis somavam US\$ 35 trilhões ao final de 2020, segundo a *Global Sustainable Investment Alliance*” (ANBIMA, 2022b, p. 4).

¹⁵² “Alguns especialistas afirmam que a autoridade da SEC nessa área é clara, observando que os investidores despejaram mais de US\$ 649 bilhões (R\$ 3,3 trilhões) em fundos ambientais, sociais e de governança em todo o mundo no ano passado [2021] e estão pedindo dados melhores” (JOHNSON, 2022).

¹⁵³ “A importância do tema para a indústria de investimentos é cada vez maior. O volume de ativos geridos que consideram questões ASG na tomada de decisão apresenta crescimento expressivo ao longo dos últimos anos. Pesquisas no mercado europeu e norte-americano registram volumes de €21,3 trilhões e \$6,57 trilhões, respectivamente” (CVM; APIMEC, 2017, p. 175).

Quanto à regulação da SEC, importante citar os documentos informacionais mais importante quanto à matéria, sendo eles os *Forms* 8-K, 10-Q, 10-K e 20-F (este último obrigatório apenas para as empresas de controle estrangeiro), que podem ser definidos como relatórios obrigatórios publicados periodicamente pelas empresas que possuem valores mobiliários em circulação no mercado de capitais norte-americano (periodicidade anual, exceto a *Form* 10-Q, que é trimestral). Tanto pela periodicidade de divulgação quanto pelas informações materiais obrigatórias em tais documentos, estes podem ser comparados ao formulário de referência existente na regulação brasileira¹⁵⁴.

No que tange aos elementos de *disclosure* ambiental de tais documentos, importante notar, como no caso brasileiro, a existência de seções relacionadas aos riscos do empreendimento, inclusive quanto aos riscos ambientais e sociais, que devem ser divulgados em caso de sua materialidade (isto é, em caso de sua relevância razoável para os negócios da companhia)¹⁵⁵.

Por considerar a existência de omissão de informações relevantes (materiais) acerca do risco de desastre quanto ao rompimento de barragens da Vale S.A., além de considerar inverídicos os dados de auditoria de segurança publicados pela companhia, a SEC abriu, em abril de 2022, processo em desfavor da empresa brasileira em decorrência do desastre de Brumadinho, demonstrando a necessidade de cumprimento do dever de *disclosure* quanto a quaisquer riscos ambientais ou climáticos materiais decorrentes das atividades das empresas abertas que tenham valores mobiliários listados no mercado de capitais norte-americano¹⁵⁶.

¹⁵⁴ “Empresas listadas em mercados internacionais, como os Estados Unidos, também podem incluir informações relativas às suas políticas, práticas ASG e resultados em documentos como o Form 20-F. Seções relativas a fatores de riscos e dependências externas nestes documentos também podem incluir informações de natureza socioambiental e de governança corporativa” (CVM; APIMEC, 2017, p 209).

¹⁵⁵ Vide os Itens 1A e 7A do *Form* 10-K da SEC, que remete às normas de preenchimento de tais formulários, denominada de “*Regulation S-K*”, indicando a necessidade de inclusão de diversos fatores de riscos materiais, incluindo o risco ambiental. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/form10-k_1.pdf>. Acesso em 24 mai. 2022.

¹⁵⁶ “Segundo a normativa atual, as empresas públicas devem transparecer acontecimentos e riscos relevantes para ‘decisões de investimento’ pelos acionistas. ‘Muitos investidores confiam em divulgações de ESG como as contidas nos relatórios anuais de sustentabilidade da Vale e outros registros públicos para tomar decisões de investimento informadas”, disse o diretor de aplicação da SEC, Gurbir S. Grewal, ao jornal norte-americano *The Wall Street Journal*. ‘Ao manipular essas divulgações, a Vale agravou os danos sociais e ambientais causados pelo trágico rompimento da barragem de Brumadinho e prejudicou a capacidade dos investidores de avaliar os riscos representados pelos títulos da Vale’, completou o diretor. Dessa forma, a SEC entrou com seu processo de fraude civil no tribunal federal de Brooklyn, buscando como soluções multas e reembolso no que a autarquia considera ‘ganhos ilícitos’. A agência já havia sinalizado que as empresas deveriam divulgar os riscos relacionados ao clima se fossem relevantes para os investidores” (SANTOS, 2022).

Ademais, há recente movimento para inclusão, na legislação americana, de divulgação obrigatória de caráter especificamente ambiental em relação às empresas atuantes no mercado de capitais, o que culminou em nova lei que inseriu a necessidade de publicação de informações referentes ao risco envolvendo as mudanças climáticas¹⁵⁷.

A nova lei, denominada *Climate Risk Disclosure Act* de 2021, introduziu um novo item (o item “s”, designado *Disclosures Relating To Climate Change*) na *Section 13* do *Securities Exchange Act* de 1934, passando a exigir a divulgação da emissão de gases poluentes pela companhia, direta e indiretamente, conhecidas como emissões de Escopo 1 e Escopo 2, também ordenando a divulgação de emissões geradas por fornecedores e parceiros, conhecidas como emissões de Escopo 3, se forem materiais.

O *Climate Risk Disclosure Act* demandou à SEC a elaboração de regulamentação acerca dos dispositivos da lei, que deverão ser detalhados e passar a figurar nos principais documentos de divulgação periódica das companhias abertas norte-americanas (JOHNSON, 2022). Ainda assim, não se verifica demais abordagens regulatórias específicas em relação aos outros temas da pauta ASG no âmbito da SEC¹⁵⁸.

Quanto à regulação do tema nos mercados de capitais europeus, deve ser citada a *Regulation (EU) 2019/2088* do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019¹⁵⁹, e suas alterações, que regula e detalha os deveres de divulgação acerca de informações sobre os riscos de sustentabilidade ambiental

¹⁵⁷ “Since 2010, investor demand for, and company disclosure of information about, climate change risks, impacts, and opportunities has grown dramatically. Consequently, questions arise about whether climate change disclosures adequately inform investors about known material risks, uncertainties, impacts, and opportunities, and whether greater consistency could be achieved. In May 2020, the SEC Investor Advisory Committee approved recommendations urging the Commission to begin an effort to update reporting requirements for issuers to include material, decision-useful environmental, social, and governance, or ESG factors. In December 2020, the ESG Subcommittee of the SEC Asset Management Advisory Committee issued a preliminary recommendation that the Commission require the adoption of standards by which corporate issuers disclose material ESG risks” (LEE, 2021).

¹⁵⁸ “In the United States, for example, the primary regulatory tool for addressing ESG impacts associated with financial activity is periodic reporting under the Securities Exchange Act of 1934. Disclosure regulated by the Securities and Exchange Commission (SEC) is intended to affect corporate conduct through responses from shareholders and other market actors to disclosed information. However, under current law, mandatory disclosure of sustainability impacts is largely limited to SEC guidance on the disclosure of climate change risks” (PARK, 2018, p. 18).

¹⁵⁹ Vide Artigos 3 a 12 da “*Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*”, disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=EN>>, acesso em 26 mai. 2022.

referentes aos produtos financeiros ofertados nos mercados financeiros dos países da comunidade europeia.

As disposições, denominada *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, são pormenorizadas e se relacionam com diversos aspectos do dever de divulgação, incluindo a criação de padronizações de divulgação e a especificação de dados necessários à correta divulgação ambiental, procurando evitar a prática de “*greenwashing*” (ANDREW, 2021). As disposições do *Sustainable Finance Disclosure Regulation* passarão a vigorar plenamente a partir de 01 de janeiro de 2023¹⁶⁰.

Outra iniciativa europeia se trata do *EU Non-financial Reporting Directive* (“*NFR Directive*”), que foi introduzida no direito comunitário europeu pela Diretiva 2013/34/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, conforme alterada pela Diretiva 2014/95/EU, de 22 de outubro de 2014. Estas normas instituíram a obrigatoriedade de divulgação de informações relacionadas aos aspectos ambientais, sociais, de direitos humanos e de anticorrupção pertinentes às atividades de companhias de grande porte ou instituições financeiras que operem na União Europeia (ALLIANCE FOR CORPORATE TRANSPARENCY, 2019, p. 12).

A diretiva se enquadra na citada tendência de valorizar e obrigar as companhias a divulgarem não só as informações financeiras e contábeis relacionadas aos negócios empreendidos, mas também as demais informações não financeiras (*non-financial*) que sejam relevantes aos investidores e aos demais *stakeholders*. Desta forma, a diretiva estabelece um mínimo de informações obrigatórias que as companhias (as empresas de grande porte e as instituições financeiras) devem publicar, como, por exemplo, um relato do modelo de negócios da empresa, bem como a descrição de políticas realizadas pela empresa no que tange às matérias abordadas pela norma (matérias estas relacionadas aos aspectos ASG do empreendimento, como visto acima), os resultados de tais políticas, os principais riscos relacionados às matérias não financeiras existentes no exercício das atividades empresariais das companhias e os principais indicadores de performance não financeira da empresa.

Ademais, mesmo não detalhando quais dados as companhias de grande porte precisam publicizar, a diretiva sujeita tais empresas ao compartilhamento das

¹⁶⁰ Conferir “*Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*”, de 24 mar. 2022, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_12_-_updated_supervisory_statement_on_the_application_of_the_sfdr.pdf>, acesso em 26 mai. 2022.

informações conforme formulário-modelo disponibilizado pela norma, além de que a diretiva sugere o uso de padrões de divulgação de ampla utilização, publicando guias relacionados aos modelos e aos parâmetros de divulgação não financeira¹⁶¹, buscando uma maior comparabilidade e objetividade na análise dos relatórios divulgados pelas companhias¹⁶².

Em 2020, entrou em vigor na União Europeia o regulamento da taxonomia verde (*Green Taxonomy*), procurando refletir um sistema comum europeu de classificação e definição de atividades ambientalmente sustentáveis¹⁶³, tentando, desta forma, mitigar as práticas de “*greenwashing*” pela falta de padrões acerca da matéria (CVM, 2022c, p. 28).

Ainda no âmbito regulatório, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) – órgão internacional criado em 1983 no intuito de aproximar as entidades de regulação dos mercados de capitais ao redor do mundo e de traçar parâmetros globais acerca da normatização de aspectos relevantes de tal mercado, tendo a participação atual de 233 membros¹⁶⁴, inclusive a CVM brasileira – formou, em outubro de 2018, a *Sustainable Finance Network*, buscando estabelecer discussões e melhorias no âmbito da normatização dos mercados quanto à transparência de informações sobre sustentabilidade (IOSCO, 2020, p. 1).

A IOSCO, no documento intitulado de “*Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*”, publicado em abril de 2020, demonstra que os

¹⁶¹ “*The EU Non-financial Reporting Directive (Directive 2014/95/EU) is the only mandatory framework included in the desktop review. It requires large companies to disclose, as part of their annual reports, information on how they operate and manage social and environmental issues, for the benefit of investors, consumers, policy makers and other stakeholders*” (IOSCO, 2020, p. 10).

¹⁶² “*The project is framed within the NFR Directive, which came into effect in 2018 and requires large companies and financial corporations to disclose information necessary for understanding their impacts on society and environment. The NFR Directive is a first step in a good direction but does not specify what concrete information must be disclosed. This severely undermines the legislation’s objective to increase the relevance, consistency and comparability of corporate sustainability data, which is crucial for investors to help inform their decisions as well as for civil society and public authorities to assess and monitor corporate responsibility. To fill this gap, the project draws from EU law, international standards and leading reporting frameworks in order to determine what information is commonly understood to be essential and material for each industrial sector*” (ALLIANCE FOR CORPORATE TRANSPARENCY, 2019, p. 13)

¹⁶³ “A taxonomia estabelece seis objetivos ambientais, e define uma atividade econômica como sustentável se esta contribui com, pelo menos, dois desses objetivos sem, ao mesmo tempo, causar dano significativo a qualquer um dos demais. [...]Os seis objetivos ambientais são os seguintes: 1) mitigação climática; 2) adaptação climática; 3) uso sustentável e proteção da água; 4) economia circular; 5) prevenção e controle de poluição; e 6) proteção e restauração da biodiversidade e ecossistemas” (CVM, 2022c, p. 28).

¹⁶⁴ Entre agências regulatórias de mercado de capitais e outros órgãos internacionais. Conferir “*About IOSCO*”, disponível em <https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco>, acesso em 28 mai. 2022.

aspectos relacionados à sustentabilidade, especialmente aqueles vinculados às questões ambientais e climáticas, cada vez mais estão sendo aproximados da análise de valor de longo prazo das empresas, sugerindo, inclusive com base nos princípios gerais do órgão¹⁶⁵, a adequação das normas de divulgação de informações nos mercados de capitais para contemplar, progressivamente, os dados relacionados aos aspectos ASG, especialmente quanto aos riscos materiais pertinentes a tais matérias, possibilitando que os interessados possam realizar uma devida análise de valor e de risco acerca dos empreendimentos que se utilizam do mercado de valores mobiliários¹⁶⁶.

Sobre a situação regulatória acerca do tema nas entidades regulatórias nacionais, o documento analisado da IOSCO (2020, p. 7-8) traz o resultado de pesquisa respondida por 34 agências, indicando que, à época, 62% dos reguladores não possuíam normas específicas acerca da divulgação de informações ASG, ao mesmo tempo em que grande parte das agências reconheciam a importância do tema quanto à função informacional de proteção dos investidores. As agências em geral também reconheceram o papel da regulação em facilitar o investimento sustentável através de maior transparência e em definir os aspectos ASG como riscos materiais que precisam ser tratados e divulgados devidamente pelas companhias.

O referido documento (IOSCO, 2020, p. 19-20) também agrega ao apresentar uma pesquisa com atores de mercado ao redor do mundo, ou seja, os próprios regulados, que atestaram (76%) a preocupação com os temas ASG e com a divulgação de informações acerca destas matérias por via de guias e diretrizes internacionais ou elaboradas por organizações especializadas no tema, concordando com a função dos reguladores em promover a transparência quanto a tais temas, todavia se dividindo quanto à normatização do assunto pela via regulatória ou pela via da autorregulação do mercado. De outro lado, parte considerável dos respondentes

¹⁶⁵ Princípio 16: Deve haver a divulgação total, acurada e tempestiva dos resultados financeiros, dos riscos e de outras informações que sejam materiais às decisões dos investidores. Conferir “*Objectives and Principles of Securities Regulation*”, disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>, acesso em 28 mai. 2022.

¹⁶⁶ “*Accordingly, sustainable finance looks into how finance (investing and lending) interacts with economic, social, and environmental issues. In other words, sustainable finance refers to the process of incorporating ESG factors into financial decision-making [...] Securities regulators can contribute to this transition towards sustainable investments and a sustainable economy by, for example, promoting transparency in markets through disclosure of material ESG-related information that allows market participants to identify and assess sustainability-related risks and opportunities. Information on individual firms’ exposure to risks and opportunities and their strategies to address them can be material to investment decisions*” (IOSCO, 2020, p. 3).

demonstraram preocupação com a falta de verificabilidade nos dados divulgados e na ausência de padronização de métricas e de parâmetros acerca deste tipo de publicação, o que pode abalar a confiabilidade e o crédito destes informes e impedir a comparação entre os documentos difundidos pelas empresas (situações que ocasionam os problemas do “*greenwashing*” e de outras práticas abusivas no mercado de capitais).

A IOSCO aborda alguns pontos problemáticos relevantes que devem guiar respostas regulatórias e autorregulatórias, inclusive em âmbito internacional, acerca do *disclosure* ambiental: a existências de múltiplos e diversos padrões e estruturas de divulgação; a ausência de definições e padronizações acerca de ações ditas sustentáveis; e a ocorrências de práticas abusivas, que se aproveitam de tais obstáculos, como o “*greenwashing*” (2020, p. 23).

Seguem-se, além das medidas regulatórias acima indicadas, outras importantes práticas de *disclosure* ambiental no âmbito da autorregulação internacional, em particular nos mercados de capitais de maior relevância anteriormente mencionados. Como dito em tópico anterior, a matéria examinada neste trabalho, por sua especialidade e contemporaneidade, é tratada de forma mais ampla e profunda por via da autorregulação, em comparação com a regulação estatal, situação que ocorre tanto na esfera nacional quanto internacional¹⁶⁷.

Como visto em tópico anterior, as bolsas de valores ao redor do mundo têm instituído índices de valores mobiliários com base em critérios relacionados à sustentabilidade ambiental, proporcionando referências aos investidores que buscam integrar em suas decisões de investimento a análise de melhores práticas ambientais das empresas investidas.

O já citado *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), criado em 1999 no mercado norte-americano, constitui um grupo de índices globais e regionais, utilizando a metodologia *best in class*¹⁶⁸ para determinação dos títulos que vão ingressar nos

¹⁶⁷ “Private governance fills a governance gap left by ongoing economic globalization and the paucity of binding international law on companies. In the past two decades, private self-regulation has emerged as a fundamental component of the regulation of international business. Relying on market-based strategies, the legal authority of private governance is not derived from governments. Nor is it exclusively based on self-regulation internally developed and enforced by individual corporations through codes of conduct and similar legal instruments. Rather, it consists of an amalgam of private frameworks that operate both independently and sometimes in conjunction with domestic regulation and multilateral initiatives” (PARK, 2018, p. 18).

¹⁶⁸ “Esse é um outro modelo de filtro positivo, com a diferença que funciona como um ranking. São selecionados critérios ASG para a avaliação de um determinado setor ou projeto e, a partir dessa análise,

respectivos índices, bem como critério de exclusão setorial (CVM; APIMEC, 2017, p. 191). Ainda no mercado norte-americano, há o índice *S&P Carbon Efficient*, originado para seguir a mesma taxa de retorno financeiro do renomado índice S&P500, sendo composto por empresas listadas em tal índice, ponderado conforme as estimativas de pegadas de carbono dos setores das empresas que constituem esta lista em comparação com as próprias companhias componentes da listagem, sendo as estimativas das emissões calculadas por consultoria especializada (CVM; APIMEC, 2017, p. 194).

Deve também ser citado novamente o *Financial Times Stock Exchange Sustainability Index* (FTSE4Good), lançado em 2001 no mercado britânico, compondo um grupo de índices que se dividem em índices regionais e índices específicos para diversos aspectos ASG, utilizando-se de metodologia de pesquisas públicas e respostas a questionários direcionados às empresas, além de parâmetros de exclusão setorial (não podendo acessar tais índices companhias das indústrias de tabaco, armamento nuclear e de partes ou sistemas de armamentos), usando pesos diferenciados de acordo com o risco setorial de cada empresa (CVM; APIMEC, 2017, p. 191).

O *Johannesburg Stock Exchange – Socially Responsible Investment Index* (JSE-SRI Index), criado em 2004 no mercado sul-africano, representa o primeiro índice de sustentabilidade a ser lançado em mercados emergentes, aplicando a avaliação dos postulantes à participação no índice por meio de análise de informações públicas mais recentes acerca do desempenho de governança corporativa e socioambiental (CVM; APIMEC, 2017, p. 193).

Outra prática existente em vários mercados relevantes se trata da emissão de “títulos verdes”, denominados internacionalmente de *green bonds*, já citados anteriormente neste trabalho, que são títulos (*bonds*), comumente de dívidas de longo prazo, relacionados a investimentos em projetos ambientalmente sustentáveis (como aqueles destinados à diminuição da emissão de gases do efeito estufa ou promoção de uma economia resiliente ao clima), podendo ser emitidas por entidades públicas, entes multilaterais ou companhias privadas (PARK, 2018, p. 8). Este mercado, cada vez mais crescente, tem a expectativa de chegar à emissão de mais de US\$ 1,5 trilhão (um trilhão e quinhentos milhões de dólares) somente no ano de 2022, conforme

são definidos os melhores em relação aos seus pares para receberem o investimento” (ANBIMA, 2020, p. 9).

levantamento da *S&P Global Ratings*¹⁶⁹. Para melhor comparação e análise, a Febraban divulgou que no primeiro semestre de 2021 já haviam sido emitidos US\$ 11,19 bilhões (onze bilhões e cento e noventa milhões de dólares) em *green bonds* no Brasil, representando 48% de todas as emissões no país desde 2015¹⁷⁰.

A normatização acerca das *green bonds*, tanto internacionalmente quanto no Brasil, é predominantemente descentralizada e realizada por via da autorregulação e por iniciativa das entidades de mercado¹⁷¹. Dentre as principais iniciativas a nível global deve ser citada a *Green Bond Principles* (GBP), organizada pela *International Capital Market Association* (ICMA) no ano de 2015 e reeditada nos anos seguintes (ANBIMA, 2020, p. 40), que apresenta diretrizes, princípios e definições para guiar e padronizar a emissão de “títulos verdes” e o método de divulgação informacional pelas instituições emissoras, buscando, conforme pretensões já destacadas anteriormente, maior comparabilidade entre os títulos e maior objetividade nos dados divulgados e propósitos apresentados por cada emissor.

Demonstrando a abrangência de projetos e de emissores que se utilizam das *green bonds* e o ativismo dos investidores em relação ao tema do *disclosure ambiental*, em outubro de 2020, a Austrália foi processada por investidores que se utilizaram de uma *class action* para buscar indenização por danos causados pela omissão de informações relacionados a divulgação de riscos climáticos de títulos públicos australianos vinculados a projetos de sustentabilidade climática (BURGESS, 2020).

Importantes iniciativas globais, no âmbito da autorregulação e do associativismo, são relacionadas à criação e difusão de guias e relatórios destinados à padronização de parâmetro e métodos relacionados à divulgação de produtos financeiros e corporativos de caráter ambiental, bem como buscando assentar definições claras de temas deste novo mercado da sustentabilidade. Estas iniciativas se mostram, como já visto, de grande relevância, especialmente pela existência dos três grandes obstáculos envolvendo os produtos ambientais indicados pelos

¹⁶⁹ Conferir “*Global Sustainable Bond Issuance To Surpass \$1.5 Trillion In 2022*”, disponível em: <<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220207-global-sustainable-bond-issuance-to-surpass-1-5-trillion-in-2022-12262243>>, acesso em 29 mai. 2022.

¹⁷⁰ Conferir “Febraban News: Mercado para títulos e financiamentos verdes está com o pé no acelerador”, disponível em: <<https://febraban.org.br/noticia/3657/pt-br/>>, acesso em 29 mai. 2022.

¹⁷¹ “*This Article examines how a constellation of market participants regulates the green bond market through quasi-regulatory tools. Investor-based standards, market-oriented certification schemes, specialized indices, and external assurance serve as de facto market-based regulation*” (PARK, 2018, p. 8).

participantes da pesquisa da IOSCO (2020, p. 23): falta de padronização, impedindo a comparação entre documentos de divulgação ambiental emitidos pelas companhias e instituições financeiras; falta de objetividade em relação aos objetivos e definições acerca das práticas e projetos sustentáveis; e disseminação de expedientes abusivos, como o “*greenwashing*”.

Diante de tais questões, diversas organizações ao redor do mundo vêm publicando guias e diretrizes acerca da divulgação de temas ASG, devendo ser citadas as seguintes iniciativas: a *Global Reporting Initiative* (GRI), já citada anteriormente, o *Sustainable Accounting Standards Board* (SASB) e o *International Integrated Reporting Council* (IIRC).

A GRI se trata de uma organização internacional independente que se destina a auxiliar empresas e governos a “[...] compreender e comunicar os impactos ambientais de forma a fornecer informações confiáveis, relevantes e padronizadas, tornando possível a avaliação de risco perante o impacto e a tomada de decisões adequadas perante cada situação” (VIDAL, 2018, p. 7). Os guias, diretrizes e relatórios da GRI são atualmente os padrões mais difundidos de divulgação voluntária de informações ambientais no mundo¹⁷², também sendo utilizado de forma considerável no mercado brasileiro (CVM; APIMEC, 2017, p. 209).

O SASB é focada na promoção de padrões contábeis relacionados aos aspectos ASG da atividade empresarial, objetivando influenciar políticas públicas, para tanto produzindo indicadores relacionados a diversas dimensões da vida empresarial e dos interesses dos *stakeholders* (CVM; APIMEC, 2017, p. 211).

Já o IIRC, organização que agrega diversos tipos de agentes do mercado de capitais – como associações, investidores, reguladores, membros da sociedade civil e empresas –, lançou o projeto Relato Integrado que, no que pese não abordar indicadores específicos acerca do reporte dos dados pelas companhias, tenciona formular diretrizes para a divulgação informacional abrangendo diversos aspectos relevantes da atividade econômica das empresas – aspectos financeiro, intelectual, humano, social e natural (CVM; APIMEC, 2017, p. 211).

¹⁷² Acerca da utilização dos padrões de divulgação ambiental nos mercados dos Estados Unidos, do Reino Unido, do Canadá e da União Europeia: “Para as empresas que reportam práticas sustentáveis, o padrão escolhido pela grande maioria é o GRI, e os padrões específicos do setor do SASB para enquadrar suas divulgações ASG voluntárias” (CVM, 2022c, p. 34).

Em julho de 2021, ocorreu a fusão do SASB com o IIRC formando o *Value Reporting Foundation*, uma iniciativa que “[...] visa fornecer aos investidores e empresas uma estrutura abrangente de relatórios corporativos para impulsionar o desempenho da sustentabilidade” (CVM, 2022c, 17-18). No ano anterior, em 2020, o CDP¹⁷³, CDSB¹⁷⁴, GRI, IIRC e SASB publicaram um documento especificando o plano de tais entidades de trabalharem em conjunto (inclusive com a TCFD) para a criação de uma estrutura unificada de divulgação de informações de sustentabilidade pelas companhias (CVM, 2022c, p. 18), convergindo com os anseios para uma maior padronização da metodologia e dos quadros de reporte de dados ambientais.

A análise das várias práticas e normas internacionais de *disclosure* ambiental acima indicadas, tanto na seara regulatória quanto no campo autorregulatório, demonstram a atual e crescente movimentação das organizações privadas e dos entes públicos quanto ao tema, sendo importante a verificação das tendências existentes nos mercados estrangeiros para melhor assimilação da situação normativa da matéria no Brasil, bem como para melhor compreensão das perspectivas do tema no País.

4.3 Práticas de *disclosure* ambiental e performance empresarial

Um importante questionamento surge em relação às práticas e iniciativas voluntárias das companhias no que tange à gestão dos riscos ambientais da atividade empresarial: o benefício de se diferenciar no mercado e cumprir anseios dos *stakeholders*, como uma empresa responsável e transparente ambientalmente, superaria os custos de efetivar estas melhores práticas de sustentabilidade?

Esta questão se mostra importante para investigar os reais incentivos das companhias em relação à autorregulação e à aceitação voluntária de certas práticas de *disclosure* ambiental e para se analisar a viabilidade econômica das iniciativas acima exploradas.

Tendo-se verificado, nos tópicos anteriores, algumas conclusões sobre o assunto, necessário se faz examinar com mais detalhes outros estudos e pesquisas acerca do tema, tanto em relação ao mercado de capitais nacional quanto em relação a outras experiências em mercados estrangeiros.

¹⁷³ *Carbon Disclosure Project.*

¹⁷⁴ *Climate Disclosure Standards Board.*

Quanto ao tema, há a hipótese de que a melhor organização empresarial seria o pressuposto para adoção de práticas e iniciativas de sustentabilidade, especialmente no que tange à transparência de informações; neste sentido, empresas mais organizadas e com melhor governança corporativa tenderiam a adotar mais medidas de *disclosure* em relação a empresas que não detêm tais níveis organizacionais.

A aplicação de melhores práticas ambientais no mundo corporativo – dentre elas o aumento no nível de transparência empresarial, ainda nesta hipótese – tenderia a demonstrar a potenciais investidores e demais interessados na companhia uma maior preocupação da empresa quanto aos riscos de sua atividade, diminuindo, assim, os níveis de risco do investimento.

Ademais, outro aspecto relevante que decorre da execução de melhores práticas ambientais pelas companhias seria a manifestação de maior preocupação destas com o longo prazo e com os demais interesses diretos e indiretos enfeixados pela atividade empresarial (interesses dos *stakeholders* e interesses de ordem ambiental), o que agregaria valor aos potenciais investidores.

Importante salientar, como visto nos tópicos anteriores, que os investidores, especialmente os investidores institucionais (que no Brasil participam de forma majoritária nos negócios realizados no mercado de valores mobiliários¹⁷⁵), bem como os gestores de ativos (consoante indicado pela ANBIMA¹⁷⁶), estão cada vez mais preocupados em relação aos riscos ambientais dos investimentos¹⁷⁷, do que se segue o aumento do nível de busca e de liquidez dos ativos de empresas que demonstram a aplicação de melhores práticas ambientais por via de maiores níveis de *disclosure*¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Em dados referentes ao primeiro quadrimestre de 2022, os investidores individuais representam 7,67% do volume de compras realizadas no mercado à vista da B3, os investidores institucionais representando 12,92%, já os investidores estrangeiros expressam 26,58% e as instituições financeiras 1,88%, sendo 0,96% de outros investidores; tais dados podem ser verificados na aba “Participação dos Investidores”, no sítio eletrônico da B3, disponível em: <b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total-acumulado/>, acesso em 24 abr. 2022.

¹⁷⁶ Conferir a página “Sustentabilidade”, do sítio eletrônico da ANBIMA, disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/sustentabilidade.htm>, acesso em 24 abr. 2022.

¹⁷⁷ Em pesquisa realizada pela CVM entre novembro e dezembro de 2021 com 263 investidores respondentes: “Dos participantes que responderam que têm algum tipo de conhecimento sobre o tema ASG (94% [de todos os respondentes]), cerca de 64% (Gráfico 8) respondeu que leva em consideração os critérios ESG na escolha dos seus investimentos” (CVM, 2022c, p. 39).

¹⁷⁸ Interessante pesquisa acerca da influência da sustentabilidade empresarial e da transparência em relação à tomada de decisão de investidores brasileiros pessoas físicas (realizada numa amostragem de 383 respostas enviadas por estudantes de ensino superior de Minas Gerais) relatou que: “Therefore,

Assim, verificar-se-ia que as melhores práticas de *disclosure* e de gestão ambiental pelas companhias influiriam diretamente na performance econômico-financeira das empresas, bem como agregariam valor econômico aos ativos das companhias negociados no mercado, do que se infere que o investimento em iniciativas ASG seria positivo não só no aspecto de proteção ao meio ambiental, como também em relação aos aspectos puramente econômicos da atividade empresarial.

De outro lado, há a hipótese de que a melhoria nos níveis de *disclosure* e de governança ambiental das companhias não teriam relação direta com a performance financeira ou econômica das empresas (ou teriam relação direta, mas negativa), muitas vezes se considerando os investimentos realizados nos aspectos ASG da atividade empresarial apenas como custos organizacionais (aqui se inserindo a problemática do “*greenwashing*”, em que as companhias se preocupariam dos aspectos ambientais apenas como um meio de propaganda falaciosa, não se aprofundando minimamente em práticas que gerem real e favorável repercussão ambiental).

O presente trabalho examinou diversos estudos, nacionais e estrangeiros, realizados nas últimas duas décadas e que se debruçaram na análise da correlação entre níveis de práticas ambientais e a performance econômico-financeira das companhias. De início, afigura-se interessante analisar trabalhos estrangeiros, para em seguida expor estudos nacionais.

Em artigo realizado no ano de 2006 em Portugal, tendo por objeto de análise uma amostra de 35 empresas não financeiras listadas no mercado de cotações oficiais da Euronext Lisboa (a maior bolsa de valores de Portugal) no período de 5 anos compreendido entre 2000 e 2004, foi analisada a relação entre a divulgação de informação ambiental e a performance financeira de tais empresas, chegando-se a conclusão de que as empresas que “[...] não divulgam informação ambiental têm tendencialmente uma performance financeira – rendibilidade, risco e rendibilidade ajustada ao risco – superior às empresas que o fazem” (ROQUE; CORTEZ, 2006, p. 137-138), isto é, particularmente “[...] as empresas que apresentam um melhor relato

we can reject the three hypotheses of this research that indicated that sustainability, transparency or both had an influence in the investor's decision-making [...] The results of this study could also be justified by the literature that indicates that sustainability and transparency are important in firms, in the corporate decision-making process and in the valuation of shares, but when it comes to the decision-making process of individual investors, other characteristics such as the history of returns, investment decisions of other investors, specialized press or stock exchange bulletins are the aspects that really affect the investor's decision-making, according to Khan et al. (2017)” (QUIRÓS et al., 2020, p. 122).

ambiental, divulgando informação ambiental qualitativa e quantitativa, são as que apresentam pior performance financeira (ROQUE; CORTEZ, 2006, p. 138).

A conclusão, todavia, não é significativa, conforme indicam os próprios autores, considerando que as diferenças encontradas não são estatisticamente relevantes, além do mais, outro ponto importante se trata da possibilidade de incipiência das práticas de divulgação e proteção ambiental pelas companhias à época (ROQUE; CORTEZ, 2006, p. 138).

Em análise de um mercado de capitais em desenvolvimento, verifica-se estudo publicado em 2019 tendo por objeto companhias listadas no segmento principal da bolsa de valores de Bucareste durante o período de 2012 a 2017, em que se chegou à conclusão de inexistência (positiva ou negativa) de correlação entre maiores níveis de *disclosure* ambiental e a performance de tais empresas¹⁷⁹.

Embora o excerto acima indique a não existência geral de uma correlação entre práticas de *disclosure* ambiental e o desempenho econômico-financeiro das companhias, os autores demonstraram a ocorrência de correlação positiva no que tange a certos aspectos, como o custo de capital; bem como indicam correlação negativa entre tais práticas e a projeção de crescimento das companhias (CARP et al., 2019, p. 17).

Em estudo realizado na Coreia do Sul, publicado no ano de 2020, em que se analisou a correlação entre melhores níveis de transparência e de prática de sustentabilidade empresarial em diversos conglomerados corporativos sul-coreanos e o desempenho econômico-financeiro de tais grupos, apurou-se relação positiva significativa quanto a tais circunstâncias, demonstrando ser maior a lucratividade dos grupos com maior grau de *disclosure* ambiental¹⁸⁰.

¹⁷⁹ “*This study analyzed the impact of sustainability reporting on company growth. The testing of our working hypotheses revealed a low contribution of publishing sustainable activities on the growth indicators of firms. This shows that social and environmental protection actions do not generate significant reactions on the financial (stock exchange or banking) or real (goods and services) market, in line with the results stated by Guidry and Patten. From the perspective of both the legitimacy theory and the voluntary disclosure theory, the results obtained reflect the existence of sustainability actions that are either insufficient or not adapted to society’s requirements, and which do not secure the expected economic benefits. Our findings are in line with the statements in Stacchezzini and Leszczynska, which represent that current and potential investors, lenders and business partners alike interpret sustainability reporting as insufficiently documented and as having a low capacity for integration within the decision-making process*” (CARP et al., 2019, p. 17).

¹⁸⁰ “*Our results showed a significantly positive relationship between corporate sustainability management and earnings transparency. Specifically, all four sectors of ESG (integration, governance, social, and environmental) had significantly positive values, meaning that firms with effective sustainability management activities have a higher earnings transparency. Sustainability management shows that it is not a waste of resources, but an investment in a company. This is explained by increasing*

Abordando o impacto da transparência corporativa e da responsabilidade socioambiental de empresas do setor tecnológico que estão inseridas na lista das 100 empresas com marcas mais valiosas do mundo, Alcaide González, De La Poza Plaza e Guadalajara Olmeda concluem, em estudo publicado em 2019, que, primeiramente, a transparência empresarial tem relação direta com o tamanho da companhia (isto é, número de funcionários e composição do ativo); ademais, a responsabilidade socioambiental e o *disclosure* teriam ligeira relação positiva com o desempenho econômico-financeiro de tais companhias, especialmente no que tange ao retorno sobre o patrimônio líquido (ou *return on equity* – ROE, o que condiz com o anterior estudo citado, que denota a correlação com o melhor custo de capital); por fim, foi encontrada relação entre a transparência empresarial e a maior valorização das marcas das companhias analisadas¹⁸¹, denotando a valorização de aspectos intangíveis da empresa.

Interessante trabalho internacional demonstra a correlação positiva entre divulgação informacional e performance empresarial na maior parte dos mais de 2 mil estudos analisados sobre o tema:

Com o intuito de ter uma visão mais ampla sobre o assunto, Friede, Busch, & Bassen (2015) analisaram mais de 2 mil trabalhos acerca do tema. Nesse estudo, os autores mostram que aproximadamente 90% dos trabalhos afirmam que há correlação neutra ou positiva entre fatores ASG e desempenho financeiro, sendo que mais da metade, 63%, evidencia que existe correlação positiva. Apenas 8% dos estudos encontraram correlação negativa. O resultado mostra que a adoção dos aspectos ASG, na grande maioria dos casos, auxilia na performance das instituições, além de deixá-las alinhadas com as boas práticas de investimento responsável (ANBIMA, 2020, p. 13).

the value of the company from the perspective of the stakeholder and the agency. The more active the engagement in sustainability management, the higher the quality of earnings reflected in the financial statements. In addition, this showed the result of increasing earnings transparency, which is measured by the stock price explanation power reflected in the capital market. Furthermore, the interaction between sustainability management and affiliation with a chaebol is significantly negative. These results show that, since firms belonging to a chaebol have a lower information asymmetry than firms that do not belong to a chaebol, the relationship between their CSM and earnings transparency is less pronounced” (OH; PARK; MA, 2020, p. 17).

¹⁸¹ *“Conversely, a company’s sustainability transparency is scarcely related to its financial behavior, as suggested by Margolis and Walsh (2003), but not by Orlitzky et al. (2003), who suggested a positive relation between CSR and financial performance. The closest relation was with the ROE (albeit only 13.80%), where the information of only four CSR variables was related to that ratio. Although some CSR variables positively affected financial behaviour, which agrees with several studies (Cherian et al., 2019; Chon, 2019; Isanzu & Xu, 2016) that found a positive relation with ROE, other CSR variables negatively affected it, which coincides with other studies (Sheikh, 2019) that negatively related CSR and firm leverage. To find such evidence, it may be necessary to increase the sample size. Second, this indicates that disseminating companies’ CSR results to improve their brand value in international rankings is generally more beneficial for those than doing this to improve their CSR ranking scores” (ALCAIDE GONZÁLEZ; DE LA POZA PLAZA; GUADALAJARA OLMEDA, 2019, p. 10).*

Em relação aos estudos nacionais, na esteira da análise do impacto do *disclosure* socioambiental sobre os custos de capital, verifica-se trabalho monográfico, publicado em 2015, em se que analisou a hipótese de reduções de custo de capital próprio e de capital de terceiros em relação a empresas que publicam relatórios de sustentabilidade (no modelo do *Global Reporting Initiative* – GRI) e que participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), numa amostragem de 91 empresas, sendo que metade destas publicou relatórios de sustentabilidade, já a outra metade não publicou. A conclusão do estudo, que corrobora os trabalhos estrangeiros acima indicados, é no sentido de correlação positiva entre *disclosure* ambiental e custo de capital próprio¹⁸².

Quanto à análise da influência do *disclosure* voluntário ambiental em relação ao custo de capital, um estudo nacional, publicado em 2013, verificou as diferenças entre os dados financeiros relacionados ao custo de capital de 40 empresas entre os anos de 2010 e 2012, sendo 20 companhias listadas no ISE na carteira de 2012 e as outras 20 empresas não listadas neste índice; concluiu-se, desta forma, que há um relação positiva entre o aumento dos níveis de *disclosure* ambiental e a diminuição do custo de capital de terceiros, ocasionada pela minimização da assimetria informacional entre a companhia e os interessados quanto aos riscos suportados pela empresa tomadora do capital de terceiros (FERNANDES; ZITTEI; HERCULANO, 2013, p. 13).

Em abrangente pesquisa, Borges Júnior (2018, p. 796) estudou a influência da transparência ambiental no Brasil, por via da publicação de relatórios de sustentabilidade, na rentabilidade das empresas analisadas, para tanto investigando as informações divulgadas por todas as companhias abertas com ações listadas na B3 (exceto as companhias do setor financeiro) durante os anos de 2012 a 2016, totalizando 1.889 observações. Os resultados encontrados pelo autor, convergindo

¹⁸² “Neste sentido, o estudo nacional de Fernandes (2012) corroborou com o presente estudo de forma integral, de modo que os achados do artigo desta autora evidenciaram que o *disclosure* ambiental afeta positivamente na redução do custo de capital próprio, todavia, quanto ao custo de capital de terceiros, não foi encontrado esta relação positiva. Buscando corroborar com outros trabalhos, somente foi possível confrontar com outros estudos nacionais considerando os capitais de forma isolada. Com relação aos estudos internacionais, foi possível confrontar com os dois capitais (próprio e terceiros), porém, considerando ferramentas de *disclosure* internacionais. Assim, os achados deste estudo demonstraram que o *disclosure* afeta positivamente na redução do custo de capital próprio e, conseqüentemente, a redução do risco, contrapondo o estudo de Alencar (2005), o qual não encontrou relação estatisticamente significativa entre o custo de capital próprio e o *disclosure*” (CUNHA et al., 2015, p. 61).

com os estudos nacionais acima citados, foi no sentido de as companhias que publicam relatórios de sustentabilidade possuem médias superiores em relação às medidas de desempenho (como o retorno sobre o ativo), de tamanho, e de alavancagem financeira (*debt-to-equity ratio*) em comparação às empresas que não divulgam tal documento informacional, sendo a diferença de caráter estatisticamente significativo (BORGES JÚNIOR, 2018, p. 799).

Analisando os resultados da emissão de gases do efeito estufa (GEE) pelas companhias pertencentes ao Índice Carbono Eficiente (ICO2) da B3 durante os anos de 2010 a 2013 e a sua relação com o desempenho financeiro das empresas, Buosi (2014, p. 88-89) verificou uma correspondência entre a melhor gestão na emissão dos GEE e o índice de retorno sobre o investimento (ROI), demonstrando assim a relevância de modelos de gestão das questões socioambientais das empresas para a geração de valor aos *stakeholders* da companhia, o que “[...] não é contraditória às premissas tradicionalmente aceitas pelo mercado, de maximização da geração de valor para o acionista”.

Já Cecon, Hein e Kroenke (2018, p. 35), estudando a relação da transparência ambiental de 24 empresas componentes de setores considerados de alto impacto ambiental, consoante disposições da Lei nº 10.165, de 27 de dezembro de 2000, entre os anos de 2013 a 2015, e o valor de mercado de tais companhias, estabeleceram relação positiva entre estes dois fatores, denotando que tal resultado “[...] corrobora com o indicado na literatura de que o mercado está cada vez mais exigente quanto a divulgação por parte das empresas de informações referentes as questões que envolvem o meio ambiente”.

Por fim, o trabalho de Monteiro, Dos Santos e Dos Santos (2020, p. 75), a partir de dados de 209 empresas listadas na B3, no período de 2014 a 2017, constatou que as empresas pertencentes ao ISE obtiveram, em relação a empresas não pertencentes a tal índice, melhores resultados nos indicadores ROA (*return on assets*), ROE (*return on equity*) e EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) para o período analisado, sendo consonante à maior parte dos estudos nacionais e internacionais examinados acima.

Em contraposição, há que se levar em conta a possibilidade de desvio nas análises favoráveis empreendidas nos trabalhos acima mencionados, já que, atualmente, os custos relacionados ao cumprimento de maiores níveis de *disclosure* ambiental (a criação de foros específicos para abordagem da matéria, como comitês

temáticos vinculados ao conselho de administração ou a outro órgão administrativo da companhia, a contratação de consultores e auditores, a elaboração e gestão dos documentos informacionais, como relatórios de sustentabilidade, dentre outros) são, geralmente, absorvidos por empresas de maior porte, que já têm maior consolidação no mercado, o que geraria uma análise desvirtuada¹⁸³. Todavia, examinando a amostragem dos estudos nacionais, verifica-se que o comparativa realizado se deu entre companhias abertas, em geral listadas no segmento do Novo Mercado, estando elas em patamar assemelhados de porte e de volume financeiro, o que eliminaria a possibilidade ou a intensidade de tal desvio.

Ponderando os resultados obtidos nos estudos investigados neste tópico, pode-se concluir, quanto às hipóteses inicialmente ventiladas, que o maior nível de *disclosure* ambiental, bem como o melhor grau de gestão das questões socioambientais da empresa, tendem a impactar positivamente nos resultados econômico-financeiros das companhias.

Há diversos fatores que impulsionam esta correlação favorável, consoante já exposto em momentos anteriores, podendo ser compilados os seguintes pontos: a diminuição da assimetria informacional, o que possibilita aos interessados na atividade da companhia, como credores e investidores, obterem maiores informações sobre os riscos ambientais (e de outros riscos daí decorrentes, como de credibilidade e de confiança ante o mercado) da empresa emissora, o que pode gerar a diminuição do custo de capital próprio e de terceiros; aumento da atratividade do valor mobiliário emitido pelas companhias que adotam estas melhores práticas, haja vista a geração de valor¹⁸⁴ ocasionada pela demonstração de sustentabilidade do negócio,

¹⁸³ “Deve-se mencionar ainda que as evidências registradas neste estudo corroboram argumentos apresentados em pesquisas correlatas anteriores no que se refere à associação positiva entre desempenho da firma e relatório de sustentabilidade, bem como dos demais direcionadores da publicação desse relatório aqui contemplados (tamanho da firma e alavancagem financeira). Algumas dessas pesquisas são: Jones *et al.* (2007), sobre a associação entre o relatório de sustentabilidade e uma série de atributos de desempenho financeiro e de mercado de firmas australianas; Braga, Oliveira e Salotti (2009), para os achados concernentes à influência do tamanho da firma no *disclosure* ambiental; Baldini *et al.* (2018), sobre os determinantes, a nível da firma e a nível país, do *disclosure* socioambiental; dentre outros abordados no decorrer deste artigo” (BORGES JÚNIOR, 2018, p. 798).

¹⁸⁴ “O objetivo de qualquer empresa é criar valor a seus acionistas, promovendo a maximização de sua riqueza. Existem diversas razões consagradas na literatura financeira que apontam o valor, e não o lucro ou qualquer outra medida derivada, como a melhor medida de desempenho de uma empresa. O valor é uma medida bem mais completa, levando em consideração em seus cálculos a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento. É uma visão de longo prazo, vinculada à continuidade do empreendimento, indicando o poder de ganho e a viabilidade de um negócio. A existência de lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente, a atratividade econômica de um empreendimento. A sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar

favorecendo análises positivas de longo prazo; aumento de liquidez e negociabilidade do ativo, pela maior transparência dos riscos empresariais; melhor gestão de conflitos de agência, haja vista que o aumento dos níveis de transparência em relação às contingências socioambientais possibilita a melhor fiscalização pelos investidores e pelos interessados (*stakeholders*) na companhia acerca das atividades empresariais e suas consequências; dentre outros fatores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O dever de prestação de informações pelas empresas que se utilizam do mercado de capitais é uma obrigação legal que se desenvolveu ao longo dos últimos séculos como garantia de proteção aos investidores e potenciais investidores de companhias com títulos negociados publicamente. Esta proteção, ao longo de seu desdobramento histórico, iniciou-se como um meio de se resguardar os acionistas das companhias mercantis que, não estando diretamente ligados à administração de tais companhias, precisavam de maior transparência acerca das informações relevantes para exercer devidamente seu papel de sócio.

Com o avançar do tempo, mormente pela complexidade e globalização das empresas e dos mercados de capitais, viu-se que o dever de *disclosure* das companhias precisava também ser modificado, abrangendo novos problemas e novos interessados nas informações das empresas.

Em paralelo, foi analisado que a preocupação das comunidades nacionais e internacionais com os problemas ambientais e climáticos vem crescendo aceleradamente desde a década de 1960, ocasionando pressão dos consumidores e da população em geral aos grandes agentes econômicos na execução de medidas que aliviem os impactos negativos gerados pelas atividades empresariais (especialmente aquelas das grandes corporações) e que possibilitem melhorias à situação ecológica das comunidades em que as empresas atuem. Desta forma, surgiu no mercado a pauta denominada ASG, que se refere aos interesses na melhoria das questões ambientais, sociais e de governança pelas companhias.

Ante o crescimento do debate ecológico e a aprovação de leis e tratados que visam a maior proteção do meio ambiente, bem como ante a pressão cada vez maior dos investidores, especialmente dos profissionais e institucionais, dos consumidores e da sociedade civil organizada, as empresas passaram a cada vez mais manejar outros interesses além daqueles econômico-financeiros dos seus acionistas, estabelecendo assim uma maior interação e responsabilidade da companhia perante os demais envolvidos em sua atividade empresarial, como os trabalhadores, os fornecedores, os credores, o Poder Público e a comunidade onde atuam (os já denominados *stakeholders*).

Diante das referidas questões, voltou-se ao dever de divulgação de informações das companhias abertas para perquirir se a transparência calcada nas

normas vigentes bastaria para abarcar a ampla gama de interesses envolvidos na atuação das grandes empresas, inclusive com relação aos próprios investidores. Desta forma, houve, nas últimas décadas, movimentos e iniciativas internacionais e nacionais destinadas a fomentar, na regulamentação envolvendo a divulgação no mercado de capitais, o *disclosure* ambiental, isto é, a publicização de informações das companhias relacionadas aos riscos, às contingências e às práticas que envolvam matérias ambientais.

Iniciativas voluntárias globais e nacionais focadas no *disclosure* de temas ASG surgiram e se desenvolveram consideravelmente nas últimas duas décadas, como resultados das pressões institucionais e orgânicas acerca da proteção do meio ambiente, o que vem repercutindo também na seara da regulamentação dos mercados de valores mobiliários ao redor do mundo.

Considerando a atual situação do tema, o presente trabalho analisou este importante e contemporâneo assunto no seio do direito dos valores mobiliários brasileiro, tema este com repercussões nos direitos ambiental e constitucional. A ênfase no *disclosure* ambiental vem se avolumando em decorrência do grande e ainda crescente enfoque da sociedade nos problemas ambientais – tanto os de natureza global quanto local – e em decorrência de grandes desastres ambientais e sociais ocasionados pela atividade empresarial, como, por exemplo, os ocorridos pelo rompimento de barragens em Mariana e Brumadinho, nos anos de 2015 e 2019, respectivamente.

O presente trabalho, abordando o tema em perspectiva bibliográfica e em análise expositiva e dialética, focalizou o exame da disciplina do *disclosure* ambiental no Brasil em relação à regulação legal e infralegal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e em relação à autorregulação empreendida pelas principais entidades privadas envolvidas no mercado de capitais brasileiro, bem como analisando as práticas de mercado quanto ao assunto, tendo por objetivo averiguar o arcabouço jurídico atualmente existente no País quanto à divulgação de informações ambientais pelas companhias abertas.

De início, verifica-se que as principais normas que orientam a divulgação de informação no mercado de capitais brasileiro são retiradas das leis que regem tal mercado e que disciplinam a estrutura jurídica das sociedades anônimas, isto é, a Lei nº 4.728/1965 (Lei do Mercado de Capitais), em seus artigo 2º, incisos II, III, e IV, artigo 20, incisos I, II, e III, e artigo 21; a Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores

Mobiliários), em seus artigos 2º, artigo 4º, incisos IV, V, VI e VII, e artigos 19, 20 e 21; e a Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedade Anônimas), em seu artigo 156, parágrafos 4º e 6º.

Ademais, tais leis investiram à CVM das funções de orientação, de normatização e de fiscalização do mercado de capitais, tendo este ente regulatório emitido normas específicas acerca do *disclosure* das companhias abertas, sendo analisadas detalhadamente a Instrução CVM nº 480/2009 (consoante modificada pela Resolução CVM nº 59/2021 e, posteriormente, substituída pela Resolução CVM nº 80/2022, esta por sua vez alterada pela Resolução CVM nº 87/2022), a Instrução CVM nº 400/2003 e a Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002), que instituíram a sistemática de divulgação periódica e eventual de informações ao público, com a edição dos instrumentos informacionais do formulário de referência, do prospecto de emissão e da divulgação de ato ou fato relevante.

A Resolução CVM nº 44/2021, que disciplina a política de publicização de ato ou fato relevante pelas companhias, aplica-se a quaisquer situações fáticas da empresa e de seus negócios relacionadas à matéria ambiental e que tenham potencial de influenciar de forma razoável nas cotações dos valores mobiliários emitidos e nas decisões dos investidores acerca da negociação com tais valores mobiliários.

A maior presença de disciplina específica acerca da transparência de informações ambientais está, no entanto, no âmbito da Instrução CVM nº 480/2009 e do seu Anexo 24 (o formulário de referência), principal mecanismo de divulgação informacional periódica do mercado de valores mobiliários brasileiro. Neste instrumento, há obrigação das companhias em compartilhar todos os fatores de risco relacionados às suas atividades empresariais, inclusive aqueles fatores vinculados às questões socioambientais, devendo especificar a existência de eventuais processos judiciais, administrativos ou arbitrais nesta matéria que possam trazer impactos negativos à companhia.

Conforme modificações da Resolução CVM nº 59/2021 (republicada pela Resolução CVM nº 87/2022), que entrarão em vigor a partir de 2 de janeiro de 2023, foram agregados ao formulário de referência novos e importantes tópicos informacionais a serem relatados pelas companhias. O citado fator de risco socioambiental foi separado em dois subitens autônomos, acrescentando-se o fator relacionado a questões climáticas. No preenchimento do novo formulário de referência também foi destacado que a empresa deverá indicar não apenas os fatores de risco

em sua perspectiva econômico-financeira, mas também os fatores que causem impactos externos aos *stakeholders* da companhia (inclusive às comunidades em que estão inseridas), não somente aos investidores.

Outro relevante acréscimo foi em relação à divulgação de políticas socioambientais pela companhia, aprofundando-se na Resolução CVM nº 59/2021 (conforme republicada pela Resolução CVM nº 87/2022) a sistemática de “Relate ou Explique” em relação à divulgação de relatórios de sustentabilidade ou outros instrumentos do gênero, isto é, impondo às companhias que não divulgam este tipo de documento informacional uma explicação acerca dos motivos desta omissão. Àquelas companhias que divulguem tal documento, a resolução também impôs diversos deveres, compelindo-as a apresentar uma série de elementos, dados e critérios mínimos de apresentação aos referidos relatórios de sustentabilidade, objetivando uma maior homogeneidade, comparabilidade e confiabilidade nos relatórios publicados. No entanto, a referida norma não impele que a divulgação seja realizada de acordo com específicos modelos ou padrões pré-estabelecidos, ficando as companhias livres em relação aos moldes a serem utilizados.

Já a Instrução CVM nº 400/2003, que regulamenta o instrumento do prospecto, a ser divulgado nas ofertas públicas de distribuição de valor mobiliário, estabelece a necessidade de divulgar os fatores de risco relacionados à oferta e ao valor mobiliário ofertado, o que inclui, em interpretação sistemática com as demais normas de transparência acima citadas, a divulgação de riscos envolvendo matérias ambientais, como problemas energéticos, excesso de poluentes, tratamento de despojos e outros riscos que o projeto a ser empreendido ou a atividade econômica subjacente ao título ofertado possam ensejar ao meio ambiente.

O tema, considerando sua característica de atualidade e de descentralização, levando à falta de objetividade nos critérios e à ausência de homogeneidade nos padrões de divulgação dos dados ambientais das empresas, é bastante abordado no âmbito da autorregulação dos mercados, tanto no Brasil quanto no mundo.

A autorregulação, portanto, tem uma função essencial na disciplina da matéria, destacando-se as iniciativas internacionais de padronização e criação de modelos de divulgação ambiental profundamente relevantes para nortear e dar objetividade aos relatórios de sustentabilidade editados e publicados pelas empresas em todo mundo, as mais importantes e mais utilizadas sendo a *Global Reporting Initiative* (GRI), o *Sustainable Accounting Standards Board* (SASB) e o *International Integrated Reporting*

Council (IIRC). Outra iniciativa de destaque diz respeito à criação de índices de valores mobiliários que sejam vinculados a indicadores ambientais positivos, como forma de agregar valor a tais títulos, em decorrência da maior procura por ativos mais sustentáveis e por “*green bonds*” pelos grandes investidores, ensejando aos pretendentes maior transparência sobre os dados ambientais da atividade econômica.

No Brasil, a B3, por via de autorregulação de base legal, vem implementando mecanismos voltados à imposição de maiores níveis de divulgação e gerenciamento das informações ambientais das companhias listadas. A política do “Relate ou Explique”, iniciado no ano de 2012 e de adesão voluntária pelas empresas, foi atualmente englobada, após crescente aderência pelas companhias, pela regulação da CVM, inicialmente pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017 (que remeteu às práticas do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas), aprofundando-se por via da citada Resolução CVM nº 59/2021. Ademais, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005, e o Índice Carbono Eficiente (ICO2 B3), criado em 2010, são outras iniciativas que influenciam no aumento do nível transparência das empresas em relação às pautas ASG.

Outras entidades privadas brasileiras, já por via de autorregulação de base voluntária, procuram incentivar seus associados a estabelecerem maiores níveis de *disclosure* ambiental por via de adesão a programas e a códigos de condutas editados por tais organizações, devendo ser citados os importantes e influentes projetos, no âmbito do mercado nacional, da ANBIMA, do IBGC e da AMEC. As práticas empresariais de certificações e selos, relacionados à comprovação de performance ambiental, também são cada vez mais utilizadas como diferencial de mercado.

Averigua-se, portanto, que a regulação do *disclosure* ambiental no Brasil, realizada exclusivamente por via infralegal mediante normatização da CVM, foi direcionada, até os últimos anos, à obrigação de divulgação ambiental vinculada aos riscos genéricos das atividades econômicas empreendidas pelas empresas emissoras de valores mobiliário, consoante as disposições então existentes nas referidas instruções acima indicadas, apenas sugerindo critérios para a edição de relatórios de sustentabilidade pelas empresas que publicavam este tipo de documento.

Com a publicação da Resolução CVM nº 59/2021, a agência regulatória nacional se voltou a regras mais específicas de *disclosure* ambiental, especialmente quanto às modificações no formulário de referência, estabelecendo a necessidade de explicação acerca de não divulgação de documento informacional que trate dos temas

ASG (“Relate ou Explique”), contendo critérios e quesitos mínimos de edição deste tipo de relatório, bem como dispendo sobre a necessidade de indicação de informações relacionadas a todos os fatores de risco que possam ensejar impactos aos demais interessados (*stakeholders*) nas companhias, tirando o enfoque apenas nos aspectos econômico-financeiro das obrigações de transparência.

Estas alterações recentes devem, em interpretação sistemática e teleológica da regulação do *disclosure* no ordenamento jurídico nacional, influir na aplicação dos demais mecanismos de transparência, como na elaboração dos prospectos, na divulgação de ato ou fato relevante e nos demais instrumentos de *disclosure* estabelecidos pela CVM, devendo as emissoras se sujeitarem à divulgação dos aspectos da atividade econômica empreendida que possam causar impactos relevantes ao meio ambiente e ao clima, inclusive em relação a potenciais riscos e contingências ambientais, sob pena de direto descumprimento de normas expressas de transparência.

Mesmo com as modificações consideráveis e recentes acerca do tema, constata-se ainda a problemática envolvendo a padronização e a objetividade na divulgação dos documentos informacionais ambientais: estas questões são indiretamente abordadas na Resolução CVM nº 59/2021 (conforme republicada pela Resolução CVM nº 87/2022) quando da obrigatoriedade de indicação, pelas companhias que divulgam informações ambientais, da metodologia, dos padrões e dos indicadores utilizados em tais documentos. Todavia, não há especificação acerca da padronização no tratamento e na publicação destes dados, havendo uma grande abertura para a diversificação de conceitos e métodos, impedindo a comparação entre os relatórios e a análise objetiva acerca da performance ambiental das companhias, ensejando práticas abusivas como o “*greenwashing*”. A CVM, até o momento, apenas atuou na sugestão de guias e parâmetros informacionais editados no âmbito das iniciativas autorregulatórias, não havendo obrigatoriedade na utilização de quaisquer destes padrões, conforme se verifica do Ofício-Circular CVM/SEP/Nº 3/2019.

De forma complementar à regulação estatal, as iniciativas autorregulatórias existentes providenciam meios capazes de resolver, ao menos parcialmente, os problemas decorrentes da falta de padronização das divulgações, em particular os guias e padrões criados e geridos pela GRI, pelo IIRC e pelo Pacto Global, modelos utilizados por grande parte das companhias abertas brasileiras que divulgam informes ambientais. As medidas autorregulatórias também se mostram positivas quanto aos

custos de observância e aos custos de regulação em geral, já que são de adesão voluntária, favorecendo a absorção e a observância pelas empresas. Estas iniciativas, fomentadas e geridas por entidades privadas que participam do mercado de capitais, ainda possuem o aspecto positivo da expertise e da agilidade necessárias para disciplinar tão atual e florescente matéria.

Ainda assim, a falta de metodologia e de padrões homogêneos, como os existentes na seara contábil-financeira, dificulta a avaliação mais objetiva e comparativa dos dados divulgados, diminuindo a utilidade e a confiabilidade nos relatórios, o que entrava a inserção dos parâmetros ASG na análise de valor das companhias. Estes obstáculos, portanto, devem ser endereçados nas próximas etapas de normatização acerca do tema, tanto pela CVM, em caráter incentivador, quanto pelas entidades autorregulatórias do mercado. Movimento importante que poderá mitigar este problema é congregação de esforços de entidades relevantes à padronização do *disclosure* ambiental em nível global (CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASB e TCFD), que publicaram, em 2020, documento especificando plano de trabalharem em conjunto para a criação de uma estrutura unificada de divulgação de informações de sustentabilidade, o que poderá contribuir para a utilização, pelo regulador, pelos autorreguladores e pelos participantes do nosso mercado de capitais, de quadros mais padronizados.

O regulador brasileiro, por conseguinte, optou por abordar a matéria de forma a estabelecer parâmetros obrigatórios mínimos de divulgação ambiental pelas companhias abertas, principalmente quando envolver riscos ambientais relevantes decorrentes da atividade empresarial, escolhendo demais incentivos quanto ao tratamento mais complexo e detalhado deste tipo de *disclosure*, como é o caso da política do “Relate ou Explique” ou do direcionamento dos agentes econômicos à autorregulação do mercado de capitais.

Esta escolha utiliza como importantes condutos de incentivo à transparência das emissoras o aumento crescente da pressão dos investidores (especialmente os profissionais e institucionais) e dos *stakeholders* e a criação de uma atmosfera de mercado voltada às preocupações da pauta ASG; no entanto, abra-se margem ao emprego de práticas abusivas, como o “*greenwashing*”.

A opção acima, menos rígida e menos assertiva que em outras jurisdições (como a europeia), também deve ser vista na perspectiva dos custos de observância das empresas quanto à disciplina da matéria, já que estas necessitam seguir uma

ampla gama de normas existentes no arcabouço da regulação do mercado de capitais, o que impõe um elevado custo de cumprimento; o regulador, portanto, deve sempre ponderar os custos das medidas regulatórias. Há que se considerar, conseqüentemente, o estágio de desenvolvimento ainda incipiente do mercado de capitais brasileiro e a fragilidade econômica do País, fatores que impõe maior cautela na política regulatória de tal mercado.

O caminho utilizado no ordenamento jurídico brasileiro segue uma tendência mundial de inovações normativas quanto à criação de obrigações relacionadas à transparência de informações ambientais no mercado de capitais, inovações estas que vêm sendo realizadas de forma incremental, haja vista a inexistência de soluções prontas e predeterminadas para este recente tema, não existindo apenas uma solução simples, considerando toda a complexidade de custos e de organização dos agentes envolvidos nos mercados de capitais; portanto, as entidades de regulação dos mercados mais desenvolvidos (Estados Unidos, União Europeia, Canadá e Reino Unido, por exemplo) buscam, nos últimos anos, o desenvolvimento orgânico das normas voltados ao *disclosure* ambiental, tendo em vista a relevância e a urgência relacionadas à matéria (CVM, 2022c, p. 50).

Em que pese a preferência regulatória referida, constatam-se outros rumos regulatórios, complementares aos já trilhados, que possibilitariam a equalização entre os custos de observância e a transparência quanto aos aspectos ambientais relevantes da atividade das companhias e proporcionariam uma melhor abordagem quanto aos problemas atualmente existentes na divulgação ambiental: o estabelecimento de convênios e parcerias e a edição de instrumentos normativos que agregassem guias e padrões autorregulatórios à divulgação dos informes ambientais e às divulgações obrigatórios dos riscos e dos impactos ambientais, compelindo às empresas a utilização de modelos de transparência ambiental dentre aqueles de maior objetividade, confiabilidade e uso no mercado, bem como o incentivo, por via de cooperação com as entidades autorregulatórias, ao estabelecimento de métodos mais homogêneos e pragmáticos de tratamento e divulgação dos dados ambientais.

O exercício do poder fiscalizatório e sancionatório da CVM no âmbito do *disclosure* ambiental, com base na regulação atualmente existente, é vislumbrado como uma importante trilha a ser seguida pelo ente regulatório nacional no intuito de tolher omissões de informações ambientais relevantes e inibir a ocorrência de práticas

abusivas que desbordem das regras vigentes, buscando gerar uma maior confiabilidade do mercado quanto a tais divulgações.

Desta forma, pode-se concluir, em resposta à indagação preambular deste trabalho, que o ordenamento jurídico nacional possui atualmente mecanismos jurídicos suficientes para garantir níveis razoáveis de *disclosure* ambiental pelas companhias abertas que negociam suas ações em mercados organizados, especialmente por via das alterações regulatórias e autorregulatórias realizadas nos últimos anos, trilhando, à sua própria maneira, algumas das tendências de normatização dos mercados de capitais mais desenvolvidos.

Tratando-se de matéria em franca discussão em várias frentes disciplinares, outras pesquisas abordando perspectivas diferentes ao presente trabalho serão importantes para o amadurecimento do tema no Brasil e para a melhor visualização dos caminhos a serem seguidos no âmbito normativo nacional.

REFERÊNCIAS

ADACHI, Vanessa. Fundos globais com R\$ 65 trilhões em ativos assim manifesto pela Amazônia. **Valor Econômico**, Manaus, 18 set. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2019/09/18/grupo-de-fundos-com-r-65-trilhoes-em-ativos-cobra-protecao-a-amazonia.ghml>>. Acesso em 22 mar. 2021.

AFONSO, Rodrigo. ESG é jogar pelo empate. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 31 mar. 2022. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2022/03/esg-e-jogar-pelo-empate.shtml>>. Acesso em 21 mai. 2022

AKERLOF, George A. The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, no. 3, 1970. Disponível em <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/akerlof.pdf>>. Acesso em: 18 jan. 2021.

ALCAIDE GONZÁLEZ, Maria Ángeles; DE LA POZA PLAZA, Elena; GUADALAJARA OLMEDA, Natividad. The impact of corporate social responsibility transparency on the financial performance, brand value, and sustainability level of IT companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 2, p. 642-654, 2020.

ALEXY, Robert. **Teoria dos Direitos Fundamentais**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

ALLIANCE FOR CORPORATE TRANSPARENCY. **2018 Research Report**. Fev. 2019. Disponível em: <https://corporatejusticecoalition.org/wp-content/uploads/2019/02/2018_Research_Report_Alliance_Corporate_Transparency-66d0af6a05f153119e7cfe6df2f11b094affe9aaf4b13ae14db04e395c54a84.pdf>. Acesso em 27 dez. 2021.

AMÂNCIO, Thiago. Tragédia em Mariana ainda não tem culpados, e Samarco não pagou multas. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 29 jan. 2019. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2019/01/tragedia-em-mariana-ainda-nao-tem-culpados-e-samarco-nao-pagou-multas.shtml>>. Acesso em 21 jan. 2022.

AMEC. **Código Brasileiro de Stewardship**. 2016. Disponível em: <<https://amecbrasil.org.br/download/38048/>>. Acesso em 19 mai. 2022.

ANBIMA. **Guia ASG: Incorporação dos Aspectos ASG nas Análises de Investimento**. Janeiro 2020. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>>. Acesso em 19 mai. 2022

_____. **Guia ASG II: Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento.** Fevereiro 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf>. Acesso em 19 mai. 2022

_____. **Retrato da Sustentabilidade no Mercado de Capitais.** 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/sustentabilidade.htm>. Acesso em 19 mai. 2022.

ANDRADE, Daniel Caixeta. Economia e meio ambiente: aspectos teóricos e metodológicos nas visões neoclássica e da economia ecológica. **Leituras de economia política**, v. 14, p. 1-31, 2008.

ANDREW, Theo. ESMA recommends new SFDR product disclosure requirements. **ETF Stream**. 25 out. 2021. Disponível em: <<https://www.etfstream.com/news/esma-recommends-new-sfdr-product-disclosure-requirements/>>. Acesso em 26 mai. 2022.

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais.** São Paulo: Saraiva, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BENSTON, George et al. **Following the Money: The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure.** Washington D.C: American Enterprise Institute Press, 2003.

BENSTON, George. Required Disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. In: ROSENFELD, James. **The Select Works of George J. Benston.** Accounting and Finance. Oxford: Oxford University Press, 2010. v. 2.

BERTÃO, Naiara. Conheça os fundos de investimentos ESG ou de impacto disponíveis no Brasil. **Valor Investe**, São Paulo, 07 mar. 2021. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2021/03/07/conheca-os-fundos-de-investimentos-esg-ou-de-impacto-disponiveis-no-brasil.ghtml>>. Acesso em 16 abr. 2022.

BERTÉ, Rodrigo. **Gestão ambiental no mercado empresarial.** Curitiba: InterSaberes, 2013.

BIANCHI, Patrícia. **Eficácia das normas ambientais**. São Paulo: Saraiva, 2010.

BONAVIDES, Paulo. **Curso de Direito Constitucional**. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

BORGES, Larissa. Depois da tragédia: indenizações da Vale movimentam economia de Brumadinho. **Veja**, São Paulo, 2 ago. 2019. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/brasil/depois-da-tragedia-indenizacoes-da-vale-movimentam-economia-de-brumadinho>>. Acesso em 21 jan. 2022.

BORGES JÚNIOR, Dermeval Martins. Rentabilidade das empresas que publicam Relatório de Sustentabilidade: evidências do Mercado de Capitais brasileiro. In: Encontro de Gestão e Negócios – EGEN, Uberlândia, 29 a 31 out. 2018. **Anais...** Disponível em: <<http://www.egen.org.br/sites/default/files/Rentabilidade%20das%20Empresas%20que%20Publicam%20Relat%C3%B3rio%20de%20Sustentabilidade%20Evid%C3%A2ncias%20do%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro.pdf>>. Acesso em 14 abr. 2022. p. 790-800.

BORTOLI, Débora Caetano de; ORTH, Caroline de Oliveira; LERNER, Arthur Frederico. Nível de disclosure: uma análise das notas explicativas das empresas listadas nos segmentos Tradicional e Novo Mercado da B3. **Práticas em Contabilidade e Gestão**. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2019. Vol. 7, n. 4 (2019), p. 1-30.

BOSELTMANN, Klaus. **O princípio da sustentabilidade**: transformando direito e governança. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

BRAGA, Luiz Otavio Escalier. **Aspectos Legais referentes à informação, à proteção aos minoritários e às novas práticas de gestão como condição de desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro**. 2006. 162 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Presidência da República**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 17 jan. 2021.

_____. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Presidência da República**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 17 jan. 2021.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Presidência da República.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 17 jan. 2021.

_____. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. **Presidência da República.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm>. Acesso em: 11 fev. 2021.

BUOSI, Maria Eugênia dos Santos. **Estudo de correlação e causalidade entre o desempenho financeiro e de eficiência no combate às emissões de gases de efeito estufa das empresas no Mercado de Capitais brasileiro.** 2014. 110 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

BURGESS, Matthew. Investidores processam Austrália por omitir risco climático nos títulos públicos. 10 nov. 2020. **O Estado de S. Paulo.** Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/comportamento/investidores-processam-australia-por-risco-climatico/>>. Acesso em: 15 fev. 2021.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CAMPOS, Lícia Fernandes. **A proteção Constitucional e Normativa do Meio Ambiente.** 2009. 192 f. Dissertação (Mestrado) – Curso de Direito, Universidade de Fortaleza, Fortaleza, 2009.

CANOTILHO, J.J Gomes. **Direito Constitucional.** 7. ed. Coimbra: Almedina, 2003.

CANOTILHO, J. J. Gomes; LEITE, José Rubens Morato (Org.). **Direito constitucional ambiental brasileiro.** 6. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2015.

CARP, Mihai et al. Is Sustainability Reporting a Business Strategy for Firm's Growth? Empirical Study on the Romanian Capital Market. **Sustainability**, Basel, 2019, v. 11, 658. Disponível em: <<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/3/658/pdf>>. Acesso em 10 set. 2019.

CARVALHO, Ana Luiza de. CVM não será intervencionista quanto às novas regras para ESG, diz presidente. **Valor Investe**, São Paulo, 22 dez. 2021. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2021/12/22/cvm-nao-sera->

intervencionista-quanto-as-novas-regras-para-esg-diz-presidente.ghtml>. Acesso em 23 fev. 2022.

CAVALLI, Cássio Machado. **Direito comercial - passado, presente e futuro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

CECON, Bianca; HEIN, Nelson; KROENKE, Adriana. Associação do Disclosure Ambiental com o Valor de Mercado de Empresas Brasileiras. **Revista de Negócios**, [S.l.], v. 23, n. 2, p. 24-37, nov. 2018. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/rn/article/view/7152>>. Acesso em: 18 abr. 2022.

CHAVES, Vinicius Figueiredo. Empresa e valor compartilhado: divulgação pública de informes sobre sustentabilidade. **Revista do Curso de Direito da Uniabeu**, v. 4, n. 1, p. 66-78, 2015.

_____; FLORES, Nilton Cesar da Silva. Sustentabilidade empresarial: análise comparativa da disciplina jurídica dos informes não financeiros (Brasil e União Europeia). **Revista Opinião Jurídica (Fortaleza)**, v. 14, n. 18, p. 267-288, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 16 nov. 2020.

_____. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em 23 mar. 2021.

_____. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em 26 nov. 2020.

_____. **Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.** Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst552.html>>. Acesso em 16 set. 2019.

_____. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso, **Processo Administrativo CVM N.º SEI 19957.002632/2017-93.** 2017. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171219_R1/20171219_D0879.html>. Acesso em 10 set. 2019.

_____; APIMEC. **Análise de investimentos:** histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <<https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>>. Acesso em 10 mai. 2022.

_____. **Ofício Circular CVM/SEP 03/19, de 28 de fevereiro de 2019.** 2019. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0319.html>>. Acesso em 20 mai. 2022.

_____. **CVM lança audiência pública sobre mudanças na Instrução 480.** 2020. 07/12/2020. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456>>. Acesso em 10 fev. 2021.

_____. **Governança Ambiental, Social e Corporativa é destaque em 1º dia da série de eventos comemorativos aos 44 anos da Lei 6.385/76.** 2020. 08/12/2020. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/governanca-ambiental-social-e-corporativa-e-destaque-em-1-dia-da-serie-de-eventos-comemorativos-aos-44-anos-da-lei-6385-76-4762d1856ed74b93942d36cafe547b60>>. Acesso em 10 fev. 2021.

_____. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 com as alterações introduzidas pela Resolução CVM nº 60/21.** Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. 2021. 23/08/2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 01 jul. 2022.

_____. **Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021.** Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. 2021. 22/12/2021. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>>. Acesso em 05 jan. 2022.

_____. **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022.** Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2022. 29/03/2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>>. Acesso em 01 jul. 2022.

_____. **Resolução CVM nº 87, de 31 de março de 2022.** Altera e determina a republicação da Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021. 2022. 31/03/2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol087.html>>. Acesso em 01 jul. 2022.

_____. **A agenda ASG e o mercado de capitais:** uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. 2022. 26/05/2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>>. Acesso em 02 jul. 2022.

COPOLA, Marina Palma. **Regime da informação no Mercado de Valores Mobiliários:** função da informação no Mercado de Valores Mobiliários brasileiro. 2013. 298 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

CUNHA, Janaína Gabrielle Moreira Campos da et al. *Disclosure* socioambiental e o impacto no custo de capital. **Revista ADMpg Gestão Estratégica**, v. 8, n. 2, p. 55-63, 2015.

CURY, Felipe Augusto; MENDES, Leilani Dian. A regulação pela informação no mercado de valores mobiliários. In: Congresso do CONPEDI “Direito e Política: da Vulnerabilidade à Sustentabilidade”, 14. ed., Belo Horizonte, 11 e 14 nov. 2015. **Anais...** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas. p. 391-411.

DE MARCO, Douglas. A regulação no mercado de capitais: aspectos jurídicos e contábeis da divulgação da informação. **Revista Jurídica da Presidência**, out 2009/jan 2010, Brasília, v. 11, nº 95, p. 5-34, 2010.

DERANI, Cristiane. **Direito ambiental econômico.** 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, ano 1, 2012, nº 12, p. 7357-7387.

DIAS, Renato Traldi. **Políticas públicas ambientais e seus instrumentos: a indução e direção do mercado para a sustentabilidade**. 2014. 106 f. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.

DIMOULIS, Dimitri; MARTINS, Leonardo. **Teoria geral dos direitos fundamentais**. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014.

DWORKIN, Ronald. **Levando os direitos a sério**. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais - regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERNANDES, Francisco Carlos; ZITTEI, Marcus Vinicius Moreira; HERCULANO, Harlan Azevedo. Uma investigação entre a relação do nível de disclosure ambiental e o risco econômico e financeiro no mercado de capitais no Brasil. In: XV Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente (**ENGEMA**), 2013, 16 p.

FREIRE, Lucas Alves. O Modelo Brasileiro de Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários: identificando possíveis fragilidades na autorregulação de base voluntária. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 15, n. 2, p. 156-174, 2021.

FURNIEL, Igor. O que é a ISO 14001. **Templum**, 2022. Disponível em: <<https://certificacaoiso.com.br/iso-14001-2/>>. Acesso em 23 abr. 2022.

GARDNER, Toby A. et al. Transparency and sustainability in global commodity supply chains. **World Development**, v. 121, p. 163-177, 2019.

GRAU, Eros. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas**. Coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016. Disponível em <

https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf >. Acesso em 19 mai. 2022.

IBGC. **Guia de Sustentabilidade para as Empresas**. Novembro 2007. São Paulo, SP: IBGC, 2007 (Série Cadernos de Governança Corporativa, 4). Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=22127>>. Acesso em 20 mai. 2022.

INFOMONEY. **Índice de Sustentabilidade Empresarial ISE**. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/cotacoes/ise/>>. Acesso em 09 jun. 2020.

INTELIGÊNCIA FINANCEIRA. **Bolsa anuncia nova composição do ISE B3, o índice da sustentabilidade**. 07 jan. 2022. Disponível em: <<https://inteligenciafinanceira.com.br/aprenda/investir/bolsa-anuncia-nova-composicao-do-ise-b3-o-indice-da-sustentabilidade/>>. Acesso em 14 abr. 2022.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System**. 2001. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acesso em 10 fev. 2022.

_____. **Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO: Final Report**. FR04/2020, April 2020. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>>. Acesso em 05 jan. 2022.

JAKOBI, Karin Bergit; Ribeiro, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do Direito e a Regulação do Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2014.

JOHNSON, Katanga. Empresas nos EUA podem ser obrigadas a divulgar risco climático. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 26 mar. 2022. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/03/empresas-nos-eua-podem-ser-obrigadas-a-divulgar-risco-climatico.shtml>>. Acesso em 24 mai. 2022.

KAHLENBORN, Walter. Transparency and the Green Investment Market. **Greener Management International**, no. 27, Sustainable Banking: The Greening of Finance (Autumn 1999), p. 65-78.

KAO, Flávia. **Práticas de governança corporativa em empresas brasileiras e impactos socioambientais**. 2016. 159 f. Dissertação (Mestrado) – Departamento de

Administração, da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

KELSEN, Hans. **Teoria Pura do Direito**. 8. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

KLOEPFER, Michael. A caminho do Estado Ambiental? A transformação do sistema político e econômico da República Federal da Alemanha através da proteção ambiental especialmente desde a perspectiva da ciência jurídica. **Estado socioambiental e direitos fundamentais**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, p. 39-72, 2010.

LARA, Kátia Aparecida Ribeiro Leão. A necessária compatibilização entre os princípios da precaução de do desenvolvimento sustentável. **Revista do Mestrado em Direito da Universidade Católica de Brasília: Escola de Direito**, v. 8, n. 2, p. 91-108, 2015.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 2. v.

LEE, Allison Herren. Public Input Welcomed on Climate Change Disclosures. **U.S. Securities and Exchange Commission**. 15 mar. 2021. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-climate-change-disclosures>>. Acesso em 26 mai. 2022.

LOPES, José Reinaldo de Lima. A formação do direito comercial brasileiro: a criação dos tribunais de comércio do império. **Cadernos Direito GV**, v. 4, n. 6, nov. 2007.

LOPES, Elaine Cristina; VALENTIM, Marta Lígia Pomim. Mediação da informação no âmbito do mercado de capitais. **Informação & Informação**, v. 13, n. 1 esp, p. 87-106, dez. 2008.

MACHADO, Bianca Alves Almeida; DIAS, Livia Cristina Pinto; FONSECA, Alberto. Transparency of materiality analysis in GRI-based sustainability reports. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 28, n. 2, p. 570-580, 2021.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antonio. Mercado de capitais como sede dos direitos fundamentais difusos à igualdade informacional e de oportunidades. In: **Direitos especiais e tutela das minorias na atividade empresarial**. Coleção Conpedi/Unicuritiba. MEZZARROBA, Orides; FEITOSA, Raymundo Juliano Rego; SILVEIRA, Vladimir Oliveira da et al. p. 212-238. v. 22. 1ª ed. Curitiba: Clássica Editora, 2014.

MALAQUIAS, Yaloê Ohana Pereira; HALICKI, Zélia; VENERAL, Débora. A Responsabilidade Empresarial e Desenvolvimento Sustentável: um enfoque acerca do princípio da precaução. **Revista ADMPG**, v. 4, n. 1, 2011.

MARQUES, Clarissa. **Meio ambiente, solidariedade e futuras gerações**. NOMOS: Revista do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFC, Fortaleza, v.32, n.2, 2012, p.37-56.

MARQUES JÚNIOR, William Paiva. Influxos do Neoconstitucionalismo na Descodificação, Micronormatização e Humanização do Direito Civil. **Revista da Faculdade de Direito**, Fortaleza, v. 34, n. 2, p. 313-353, jul./dez. 2013.

MATIAS, João Luis Nogueira. **A função social da empresa e a composição de interesses na Sociedade Limitada**. 2009. 323 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

_____; BELCHIOR, Germana. Função ambiental da propriedade. **Anais do XVII Congresso Nacional do CONPEDI**, Brasília, p. 1561-1580, nov. 2008.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. v. 1. t. 1.

MAY, James R. Constituting Fundamental Environmental Rights Worldwide. 2006. **Pace Environmental Law Review**, v. 23, p. 113-182.

MENESES, Heloísa Corrêa. **A eficácia da agenda 2030 como instrumento de responsabilização social no direito empresarial brasileiro: o debate acerca dos pilares para um novo modelo de autorregulação empresarial no ordenamento jurídico**. 2021. 154 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade Nove de Julho, São Paulo, 2021.

MESSIAS, Ewerton Ricardo; SOUZA, Paulo Roberto Pereira de. **Financiamento e dano ambiental**: a responsabilidade civil das instituições financeiras. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.

MONTEIRO, Anderson Alexandre Ferreira; DOS SANTOS, Thaísa Renata; DOS SANTOS, Geovane Camilo. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e desempenho econômico-financeiro nas empresas da B3. **RAGC**, v. 8, n. 38, 2021.

MORAES, Gabriela Bueno de Almeida. **O princípio da precaução no direito internacional do meio ambiente**. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. doi:10.11606/D.2.2011.tde-03092012-111415. Acesso em: 28 maio 2020.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

MÜLLER, Friedrich. **La positividad de los derechos fundamentales**: cuestiones para una dogmática práctica de los derechos fundamentales. Madrid: Dykinson, 2016.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002.

MURCIA, Fernando Dalri. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil. 2009. 182f.** 2009. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

OH, Hyun Min; PARK, Sam Bock; MA, Hee Young. Corporate sustainability management, earnings transparency, and chaebols. **Sustainability**, v. 12, n. 10, p. 4222, 2020.

PAREDES, Troy A. **Blinded by the Light: Information overload and its consequences for securities regulation**. Volume 81, *Washington University Law Review*, 2003, p. 429. Disponível em: <https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1287&context=law_la_wreview>. Acesso em: 17 jan. 2021.

PARK, Stephen Kim. Investors as regulators: Green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution. **Stanford Journal of International Law**, v. 54, p. 1, 2018.

PASSARINHO, Nathalia. Tragédia com barragem da Vale em Brumadinho pode ser a pior no mundo em 3 décadas. **BBC News Brasil**, Londres, 29 jan. 2019. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-47034499>>. Acesso em 14 mar. 2022.

PEIXOTO, Gabriela Costa Cruz Cunha. **Responsabilidade ambiental**: o desafio da empresa contemporânea. 2014. 112 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2014.

PEREIRA, Vinicius. Vale (VALE3) e Eletrobras (ELET3) são excluídas de fundos por questão ambiental. **Suno Research**, São Paulo, 21 mar. 2021. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/vale-vale3-e-eletobras-elet3-sao-excluidas-de-fundos-por-questao-ambiental/>>. Acesso em 22 mar. 2021.

PERLINGIERI, Pietro. **Perfis do Direito Civil**: introdução ao Direito Civil Constitucional. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

PINTO, Ana Estela de Sousa; CAGLIARI, Arthur. Fundos que administram US\$ 4,1 tri em ativos pressionam Brasil a combater desmatamento. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 23 jun. 2020. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/06/investidores-e-deputados-da-ue-elevam-pressao-contr-desmatamento-no-brasil.shtml>>. Acesso em 21 jan. 2022.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras. 2013. 387 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

_____. **A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PLETSCH, Aline Luiza Brusco et al. Práticas de sustentabilidade, transparência e governança corporativa em empresas nacionais de capital aberto. In: XIX Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente (**ENGEMA**), dezembro 2017, 16 p.

PLETSCH, Aline Luiza Brusco et al. Sustentabilidade, governança corporativa e transparência em empresas de capital aberto. **Revista Competitividade e Sustentabilidade**, v. 6, n. 1, p. 47-68, 2019.

PROENÇA; José Marcelo Martins. Violação do dever de informar no mercado de capitais: a manipulação de mercado e a prática do *insider trading*. **Revista de Direito Mercantil**, v. 144. São Paulo: Malheiros, 2006.

QUIRÓS, Dannie Delanoy Carr et al. A sustentabilidade e a transparência influenciam tomada de decisão do investidor brasileiro? Um estudo com alunos universitários de gestão e negócios. **Gestão & Regionalidade**, v. 36, n. 109, 2020.

RIBEIRO JÚNIOR, J. **Colonização e monopólio no nordeste brasileiro**: a Companhia Geral de Comércio de Pernambuco e Paraíba, 1759-1780. São Paulo: Hucitec, 2004.

ROCHA, Debora Cristina de Castro da; ROCHA, Edilson Santos da; LOPES, Daniella. O princípio da precaução no desenvolvimento da atividade empresarial aliado a sustentabilidade e a responsabilidade civil ambiental: premissas dos novos tempos. **Percursos**, v. 2, n. 25, p. 351-373, 2018.

ROQUE, Vanda; CORTEZ, Maria do Céu. A divulgação de informação ambiental e a *performance* financeira das empresas cotadas em Portugal. **Revista de Estudos Politécnicos**, Barcelos, 2006, v. 3, n. 5/6, p. 119-143.

ROMERO FERNÁNDEZ, Jesús Antonio. **El Derecho de Información del Accionista: Objeto, Límites y Forma de Ejercicio**. Madrid: Marcial Pons, 2001.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SANTANA, Elielton Dias. **Identificação do grau de *disclosure* de sustentabilidade das empresas que compõem o Índice Sustentabilidade Empresarial da Brasil Bolsa Balcão**. 2019. 52 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto, 2019.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Mediana; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Inês Mendes Nunes dos. **O Direito à Informação dos Acionistas: da necessidade do seu reequacionamento em sede dos grupos *de iure* verticais**. 2015. 293 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2015.

SANTOS, Poliana. SEC processa Vale (VALE3) por informação enganosa sobre barragem de Brumadinho. **Suno**. 28 abr. 2022. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/sec-vale-vale3-processa-brumadinho/>>. Acesso em 26 mai. 2022.

SARLET, Ingo Wolfgang. **A eficácia dos direitos fundamentais: uma teoria geral dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional**. 13. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018.

SARLET, Ingo Wolfgang; FENSTERSEIFER, Tiago. **Direito constitucional ambiental: constituição, direitos fundamentais e proteção do ambiente**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

SENADO FEDERAL. **Estocolmo '72, Rio de Janeiro '92 e Joanesburgo '02**: as três grandes conferências ambientais internacionais. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/242512>>. Acesso em 10 set. 2019.

SHISHLOV, Igor; MOREL, Romain; COCHRAN, Ian. Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds. **Institute for Climate Economics**, p. 1-28, 2016.

SILVA, Virgílio Afonso da. **Constitucionalização do direito**: Os direitos fundamentais nas relações entre particulares. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SILVESTRE FILHO, Oscar; FERREIRA, Eduardo Dias de Souza. Globalização e Direito Humano Ambiental. **Revista DIGE** - Direito Internacional e Globalização Econômica da PUC/SP, São Paulo, v. 1, n. 1-Ext, 2019.

SUNSTEIN, Cass R. **Laws of Fear**: beyond the precautionary principle. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

TANJI, Marcia. **Mercado de Capitais brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses**. 2009. 203 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

TRENNEPOHL, Terence Dorneles. **Direito ambiental empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

TRINIDAD, Sílvia; BARCELÓ, Judith. **El derecho de información en las sociedades de capital y las consecuencias de su vulneración**. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, ano 4, v. 9. p. 242-256, 2014.

VASCONCELOS, João et al. Desempenho socioambiental da empresa Weg S.A por meio da análise do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **Revista Científica Multidisciplinar do CEAP**, v. 2, n. 1, p. 11-11, 2020.

VIDAL, Leda Cristine Bezerra. **O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e as boas práticas de governança corporativa: um estudo sobre as empresas listadas na BM&F BOVESPA**. 2018. 30 f. Monografia (Graduação) – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2018.

YAZBEK, Otavio. **Regulamentação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

_____; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. **O mercado de capitais e a redução de custos de observância**. Outubro 2018. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/07/cfa_book_5_152x228mm_181018_www.pdf>. Acesso em 05 jan. 2022.

ZANOTTA, Alexandre et al. **Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.