

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**A RESOLUÇÃO CVM Nº 59/21 E A REGULAÇÃO DO *DISCLOSURE* AMBIENTAL
POR COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

ANA BEATRIZ FERNANDES PEREIRA

Rio de Janeiro

2023.1

ANA BEATRIZ FERNANDES PEREIRA

**A RESOLUÇÃO CVM Nº 59/21 E A REGULAÇÃO DO *DISCLOSURE* AMBIENTAL
POR COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Rio de Janeiro

2023.1

CIP - Catalogação na Publicação

F436r Fernandes Pereira, Ana Beatriz
 A Resolução CVM nº 59/21 e a regulação do
disclosure ambiental por companhias de capital
aberto no Brasil / Ana Beatriz Fernandes Pereira.
- Rio de Janeiro, 2023.
 48 f.

 Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

 1. disclosure ambiental. 2. ESG. 3. função
socioambiental. 4. CVM. 5. transparência. I.
Figueiredo Chaves, Vinicius, orient. II. Título.

ANA BEATRIZ FERNANDES PEREIRA

**A RESOLUÇÃO CVM Nº 59/21 E A REGULAÇÃO DO *DISCLOSURE* AMBIENTAL
POR COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: __ / __ / ____.

Banca Examinadora:

Vinicius Figueiredo Chaves

Heloísa Gomes Medeiros (UEMA)

Angela Dias Mendes (IFHT/UERJ)

Rio de Janeiro

2023.1

RESUMO

O presente trabalho busca analisar a reestruturação do Formulário de Referência, proposta por meio da Resolução CVM nº 59/21, pela ótica do dever de informação de questões ambientais no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Ao longo da pesquisa, examinou-se se o novo modelo de Formulário de Referência contribuía para a ampliação da transparência no *disclosure* ambiental. Para tanto, observou-se a importância da informação no mercado de valores mobiliários, bem como a necessidade de disciplinar o dever de informação no ordenamento jurídico brasileiro, analisando-se a própria legislação e a regulamentação infralegal da CVM em relação ao regime informacional. Ainda, investigou-se a temática da função socioambiental das companhias diante da crescente preocupação dos *stakeholders* quanto às questões ambientais. Analisou-se, também, a existência de importantes normas específicas da CVM quanto ao *disclosure* ambiental que pavimentaram o caminho para as regras vigentes atualmente. A pesquisa utilizou-se de abordagem qualitativa, por via de um estudo bibliográfico, analítico e descritivo da matéria. Por fim, concluiu-se que a CVM ampliou as exigências referentes ao *disclosure* ambiental, buscando se adequar a alguns padrões de divulgações internacionais, concomitantemente considerando as dificuldades das companhias com os custos de observância, optando por incentivar a prática de forma voluntária.

Palavras-chaves: *disclosure* ambiental; CVM; ESG; função socioambiental; transparência.

ABSTRACT

The purpose of the present study is to analyze the restructuring of the Reference Form proposed by CVM Resolution No 59/21, focusing on the duty of providing information on environmental issues within the Brazilian capital market. Throughout the research, it was examined whether the new Reference Form model contributed to increasing transparency in environmental disclosure. Therefore, the importance of information in the capital market was observed, as well as the need to discipline the duty of information in the Brazilian legal system, exploring the legislation itself and the CVM's infralegal regulation in relation to the information regime. Furthermore, the issue of the socio-environmental role of companies was investigated as there is an increase in the stakeholders' concern regarding environmental issues. It was also examined the existence of important specific CVM rules regarding environmental disclosure that paved the way for the rules currently in force. The research will have an exploratory character, using a qualitative approach. The methodological procedure to be carried out will be research and literature review. Finally, it was concluded that the CVM expanded the requirements regarding environmental disclosure, seeking to adapt to some international disclosure standards, simultaneously considering the difficulties of companies with compliance costs, choosing to encourage the practice on a voluntary basis.

Keywords: environmental disclosure; CVM; ESG; socio-environmental function; transparency.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS E O ADVENTO DO DEVER DE <i>DISCLOSURE</i> AMBIENTAL PARA COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS	10
2.1. A disciplina jurídica do dever de informação das companhias brasileiras de capital aberto	11
2.1.1. A legislação do <i>disclosure</i> no ordenamento jurídico brasileiro	12
2.1.2. O poder normativo da CVM e a regulação do <i>disclosure</i>	13
2.2. A função socioambiental das sociedades empresárias e o dever de divulgação de aspectos ambientais	15
3. A TRAJETÓRIA DA REGULAÇÃO DO <i>DISCLOSURE</i> AMBIENTAL PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	18
3.1. A Instrução CVM nº 358/2002 e a divulgação de fatos relevantes	19
3.2. A Instrução CVM nº 400/2003 e o registro de ofertas públicas de valores mobiliários	22
3.3. A Instrução CVM nº 480/2009, o registro de emissor e a criação do Formulário de Referência	25
4. ANÁLISE DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA INSTITUÍDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 59/2021	29
4.1. A divulgação de matriz de materialidade e de indicadores-chave de desempenho ...	31
4.2. O cumprimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU	33
4.3. A observância de recomendações do TCFD	34
4.4. A realização de inventário de gases do efeito estufa	37
4.5. Modelo relate ou explique	39
4.6. Os fatores de risco	42
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho possui como objeto central de estudo a análise da Resolução Nº 59/2021 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a fim de avaliar um dos principais meios adotados pelo Brasil para a regulação da divulgação de fatores ESG (Environmental, Social and Governance) — ou ASG (Ambientais, Sociais e de Governança), na sigla em língua portuguesa — por companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3), com enfoque no *disclosure* ambiental. Nesse sentido, visa-se observar as principais inovações trazidas na referida Resolução, com foco nas exigências propostas para a divulgação das questões ambientais — seus riscos, impactos e práticas — pelas companhias abertas.

Dessa forma, o objetivo principal será compreender a importância da divulgação de aspectos ambientais, como tais dados devem ser declarados pelas companhias abertas, assim como observar quais avanços ocorreram no Brasil acerca do tema e o quanto a regulação atual é eficaz. Além disso, será feita uma análise dos instrumentos jurídicos de *disclosure* ambiental já existentes no âmbito regulatório brasileiro, considerando as suas utilidades e realizando uma comparabilidade de tais mecanismos jurídicos entre si.

O interesse pela temática adveio da importância que as questões ESG possuem no mundo contemporâneo em diferentes esferas. No momento atual, a função social das companhias faz-se presente em diversas discussões, examinando-se o impacto das ações empresariais não apenas no setor econômico, mas também em inúmeros outros âmbitos, como, por exemplo, o ambiental, que terá destaque na presente pesquisa.

Nessa toada, a fim de estarem cada vez mais em conformidade com aquilo que os investidores desejam, torna-se comum a comprovação dessas práticas por meio de divulgação de dados dos aspectos ESG por parte das companhias. Por conseguinte, devido à necessidade de seriedade na publicação de tais informações, começa-se um movimento global de regulação da divulgação dessas informações, buscando-se obter um padrão para fins de análise.

No Brasil, parte importante dessa regulação é feita por meio da CVM no seu papel de normatizar e fiscalizar a divulgação informacional no mercado, em relação ao dever de

transparência, demonstrando a existência de normas específicas quanto ao *disclosure* ambiental no ordenamento brasileiro, especialmente por via dos mecanismos informacionais como o Formulário de Referência, que é o principal meio de divulgação a ser analisado neste estudo.

A justificativa de escolha da temática desta pesquisa se dá, portanto, pela grande necessidade de se explorar os caminhos que estão sendo percorridos no Brasil, considerando a novidade da temática no âmbito nacional, e qual o seu nível de eficiência e proximidade de tendências mundiais, a fim de que seja evitada a prática de *greenwashing* e para que possa ser feita uma análise justa e igualitária das informações de diferentes companhias, visando maior transparência e assertividade para os investidores.

A metodologia empregada neste estudo será a pesquisa sociojurídica empírica. Trata-se de pesquisa que busca examinar o cenário normativo e interpretativo sobre um determinado assunto, a partir de interpretações sistemáticas para se fazer uma análise. No caso do presente trabalho, será analisada a realidade do campo regulatório brasileiro de temas ESG, com foco na transparência de divulgação das questões ambientais por parte das companhias abertas listadas na B3, observando-se, sobretudo, as formas de divulgação exigidas pela Resolução N° 59 da CVM, suas inovações e quais as consequências que elas trazem para o cenário do mercado de capitais brasileiro.

Será empregado o método dedutivo, para se chegar às conclusões da pesquisa, analisando-se os resultados encontrados de forma qualitativa. Para isso, serão utilizadas fontes primárias e secundárias, realizando-se uma investigação do ordenamento jurídico nacional, de fontes documentais nacionais e internacionais, principalmente artigos, dissertações, teses e trabalhos específicos sobre o *disclosure* ambiental e da doutrina especializada nacional e estrangeira, em relação ao tema, por via de um estudo bibliográfico, analítico e descritivo da matéria.

Nesse sentido, a pesquisa buscará analisar, no primeiro capítulo, a importância da informação no mercado de capitais. Serão apreciadas as principais funções da informação, assim como os motivos que levaram à necessidade de se propor uma obrigatoriedade de prestação de informação por parte das companhias. Assim, serão averiguados os principais dispositivos da legislação brasileira acerca do dever de divulgação de informações, além de explorar o poder normativo da CVM e o seu papel na regulação do *disclosure* no mercado de

capitais brasileiro. Ademais, a pesquisa explora a ideia de função socioambiental das empresas, que passa a ter grande relevância atual na valorização da companhia e na imagem que ela transmite. Em um contexto de grande discussão sobre questões climáticas e o futuro do ecossistema do planeta, o lucro deixa de ser a única preocupação dos *stakeholders* e, com isso, cresce a preocupação em prestar contas sobre suas práticas ambientais, principalmente aos investidores, iniciando-se um movimento mundial de criação de parâmetros para a divulgação desses dados. Nesse cenário, o mercado de capitais brasileiro, ainda que não seja o mais avançado nessa questão, vem buscando aprimorar cada vez mais a regulação dessas divulgações, a fim de evitar a fraude ou manipulação de dados e de torná-las mais claras, objetivas e eficazes.

A partir disso, no segundo capítulo, a pesquisa se aprofundará especificamente na trajetória da regulação pela CVM da divulgação de aspectos ESG pelas companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Brasil. Serão averiguados detalhadamente algumas normas infralegais sobre transparência informacional editadas pela CVM, assim como os instrumentos informacionais obrigatórios das companhias abertas, com enfoque nos mecanismos existentes quanto ao *disclosure* ambiental. Essa análise terá como propósito entender a construção da importância do ESG no âmbito do mercado de capitais brasileiro e quais medidas foram tomadas até o momento.

No terceiro capítulo, a fim de examinar quais caminhos o Brasil está percorrendo atualmente para aprimorar essa regulação, será analisada a Resolução Nº 59/21 da Comissão de Valores Mobiliários. Nesta parte do trabalho, serão observadas as principais novas exigências acerca de dados ambientais no Formulário de Referência, examinando-se a importância de cada item para o avanço da transparência do *disclosure* ambiental. Ademais, serão avaliados quais impactos tais mudanças no formulário tendem a gerar tanto para os investidores como para as companhias, além de buscar entender os principais objetivos da CVM com a mudança na regulação.

2. A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS E O ADVENTO DO DEVER DE *DISCLOSURE* AMBIENTAL PARA COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Ao se observar a trajetória do mercado de capitais percebe-se que a informação foi um fator crucial para o seu funcionamento e desenvolvimento. O fluxo de informações pode ser considerado uma das bases de desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que possibilita aos investidores a tomada de decisões sobre os valores mobiliários.

Além de propiciar a tomada de decisão dos investidores quanto à negociação ou manutenção de valores mobiliários ofertados no mercado de capitais, a informação favorece a administração dos conflitos de agência; respalda a fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais; possibilita a responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários e garante a manutenção da confiança dos investidores e potenciais investidores no mercado de capitais (MELLO, 2022, p. 26) e seu regular funcionamento.

Segundo Copola (2013, p. 113), é importante destacar que, por serem bens incorpóreos, os valores mobiliários não transmitem informações sobre seu conteúdo, e, por isso, é preciso realizar uma avaliação de tais ativos com base em informações de caráter inteiramente derivado, dependendo de dados que estejam em posse do emissor que possibilite uma formação de juízo, por parte do investidor, do objeto ofertado e negociado. Por isso, ao longo do tempo, a divulgação de informações teve como papel principal equilibrar a assimetria informacional existente entre agentes internos e externos, como sócios, investidores e administradores de uma companhia.

Conforme aduz George Stigler, informação é poder (STIGLER, 1961, p. 2013). Por isso, o excesso de sua detenção se transforma em grande poder econômico e poderia vir a ferir o próprio sistema de livre mercado caso não seja compartilhada por todos ao mesmo tempo. Desse modo, devido ao fato de a informação ser um bem essencial às bases fundacionais do mercado, a divulgação de dados relevantes das companhias passa a ser necessária e deve ser disciplinada a fim de possibilitar o cumprimento de suas funções e propiciar o regular funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

2.1. A disciplina jurídica do dever de informação das companhias brasileiras de capital aberto

Devido ao papel que a informação possui no mercado de capitais, observou-se a necessidade de elaborar dispositivos jurídicos que obriguem a sua divulgação. Quando se discorre sobre a divulgação de informações, é preciso destacar que essa divulgação pode ser dividida em duas espécies: o *disclosure* obrigatório e o *disclosure* voluntário. O *disclosure* obrigatório é aquele previsto em normas e que objetiva criar um padrão de divulgação para as companhias. Já o *disclosure* voluntário é aquele que excede o recomendado pela lei e representa uma opção dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo decisório dos investidores.

A fim de garantir a seriedade e veracidade dos fatos divulgados, a normatização do dever de informação faz-se fundamental e tem se tornado cada vez mais presente no cotidiano das companhias de capital aberto. De acordo com Rosa (2012, p. 20-21), “a regulação vem para, na presença das falhas de mercado, assegurar que o resultado da interação entre os agentes econômicos seja eficiente”. Os agentes públicos, portanto, devem agir de forma desinteressada, com o único objetivo de garantir o bom funcionamento do mercado. Segundo Mello:

[...] 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. (MELLO, 2022, p. 28)

A normatização do dever de informação, em âmbito geral, teve seu desenvolvimento vinculado à disciplina legal das sociedades empresárias, em especial das companhias abertas, e do mercado de valores mobiliários. O mercado de capitais, devido às suas peculiaridades, como, por exemplo, os grandes valores envolvidos em suas operações e sua importância para a economia nacional e mundial (MELLO, 2022, p. 36), necessitou de uma regulação mais específica, resultando na criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), agente regulador que tem como objetivo a fiscalização, a normatização e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil e será analisado propriamente em tópico pertinente.

Desse modo, será examinada a seguir a legislação, de modo breve e generalizado, das companhias abertas e do mercado de capitais no Brasil no ordenamento jurídico brasileiro, ressaltando os dispositivos que aludem ao *disclosure*, assim como a criação e o poder normativo da CVM, que dá a ela a possibilidade de regular especificamente a questão do dever de informação.

2.1.1. A legislação do *disclosure* no ordenamento jurídico brasileiro

É possível constatar a notabilidade que o dever de informação recebeu pelo próprio Poder Legislativo, uma vez que o ordenamento jurídico brasileiro se preocupou em normatizar a divulgação obrigatória de informações pelas companhias participantes do mercado de valores mobiliários, tornando o *disclosure* um dos aspectos mais relevantes de sua sistemática legal.

Primeiramente, o Estado buscou disciplinar, de forma geral, o mercado de capitais brasileiro. Para tanto, foi criada a Lei nº 4.728, em 14 de julho de 1965. Sua elaboração solidificou princípios e fundamentos básicos do mercado de valores mobiliários por meio da normatização, dentre os quais o dever de divulgação de informações.

Dando seguimento a essa normatização, em 1976 foram sancionadas duas leis: a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que, além de incrementar a regulação do mercado de capitais, criou a Comissão de Valores Mobiliários, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que estabeleceu o novo estatuto das sociedades por ações.

No que tange, particularmente, ao dever de informação, pode-se dizer que o ordenamento jurídico brasileiro possui variados dispositivos legais que estabelecem normas estruturais ao mercado de capitais sobre o dever de transparência e criação de um regime informacional para as companhias abertas.

Alguns dos principais dispositivos que dispõem acerca desse tema são a Lei nº 4.728/1965, em seu artigo 2º, incisos I, II e III, que tem como objetivo a proteção dos investidores e busca disciplinar o acesso do público às informações relevantes sobre as companhias. Além disso, antes mesmo da criação da CVM, a lei já determinava em seu artigo

20, incisos I e II, e seu artigo 21 a necessidade do registro de informações das companhias que emitissem valores mobiliários.

Já a Lei nº 6.385/1976, que criou normas gerais para a atuação da CVM, em seu artigo 4º, incisos IV¹, V e VI, transfere à Comissão de Valores Mobiliários o mesmo dever de resguardar os investidores, além de, em seus artigos 19, 20 e 21², disciplinar o registro da emissão pública de valores mobiliários, sendo o registro não um fim em si mesmo, mas um meio de proceder-se à ampla divulgação das informações de determinada companhia ao público.

A Lei nº 6.404/1976, por sua vez, em seu artigo 4º³, também prevê a necessidade de registro das companhias e das emissões de valores mobiliários perante a CVM e, em seu artigo 157⁴, aborda o importante dever societário de informar, além de impor às sociedades anônimas de capital aberto o regime de divulgação obrigatória e periódica de informações relevantes, obrigando ao cumprimento da regulação editada pela CVM.

Constata-se, portanto, que a legislação brasileira que rege o mercado de capitais e as sociedades anônimas expõe a importância da adoção do regime de *disclosure* obrigatório, regulando-o de forma ampla e transferindo à CVM a regulamentação minuciosa de tal dever e a fiscalização do cumprimento destas regras.

2.1.2. O poder normativo da CVM e a regulação do *disclosure*

Como visto no tópico anterior, em 1976, diante da necessidade de uma regulação mais específica do mercado de capitais, a Lei nº 6.385 criou a Comissão de Valores Mobiliários, atribuindo-lhe uma série de funções e dotando-a dos poderes necessários à sua operação.

De acordo com o artigo 5º da lei⁵, a CVM possui natureza de autarquia em regime especial, assumindo status de agência reguladora do mercado de valores mobiliários, possuindo

¹ Alínea “c” incluída pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001.

² Alterado pela Lei nº 9.457 de 05 de maio de 1997.

³ Alterado pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001.

⁴ Vide Lei nº 12.838 de 09 de julho de 2013.

⁵ Redação dada pela Lei nº 10.411 de 26 de fevereiro de 2002.

uma maior autonomia administrativa e financeira a fim de que a entidade consiga atingir seus objetivos com maior independência do Poder Executivo. Nas palavras de Celso Antônio Bandeira de Mello, as autarquias:

[...] gozam de liberdade administrativa nos limites da lei que as criou; não são subordinadas a órgão algum do Estado, mas apenas controladas, como ao diante melhor se esclarece. Constituindo-se em centros subjetivados de direitos e obrigações distintos do Estado, seus assuntos são assuntos próprios; seus negócios, negócios próprios; seus recursos, não importa se oriundos de trespasse estatal ou hauridos como produto da atividade que lhes seja afeta, configuram recursos e patrimônio próprios, de tal sorte que desfrutam de “autonomia” financeira, tanto como administrativa; ou seja, suas gestões administrativa e financeira necessariamente são de suas próprias alçadas — logo, descentralizadas. (MELLO, 2003, p. 148, grifos do autor).

No entanto, buscando diferenciar as autarquias ditas “sob regime especial”, Celso Antônio Bandeira de Mello esclarece que:

Nos últimos anos, como fruto da mal-tramada “Reforma Administrativa”, surgiram algumas autarquias qualificadas como “autarquias sob regime especial”. São elas as denominadas “agências reguladoras”. Não havendo lei alguma que defina genericamente o que se deva entender por tal regime, cumpre investigar, em cada caso, o que se pretende com isso. A ideia subjacente continua a ser a de que desfrutariam de uma liberdade maior do que as demais autarquias. Ou seja: esta especialidade do regime só pode ser detectada verificando-se o que há de peculiar no regime das “agências reguladoras” em confronto com a generalidade das autarquias. (MELLO, 2003, p.156)

No artigo 8º da lei⁶, verificam-se as hipóteses de competência da CVM e pode-se destacar que a autarquia possui, essencialmente, as funções de fiscalizar, julgar, registrar, sancionar, fomentar e normatizar o mercado de capitais brasileiro.

No contexto da regulamentação do *disclosure*, as funções normativa e fiscalizadora revelam-se as mais importantes. Ainda, ao designar os objetivos da CVM em seu artigo 4º, incisos V, VI e VII, a lei dispõe acerca da essencialidade da divulgação informacional, visando o *disclosure* como uma importante ferramenta para a tomada de decisão de investidores e potenciais investidores, assim como para o impedimento de ocorrências de fraudes. Já em seu artigo 19, a lei obrigou que as emissões públicas de valores mobiliários sejam registradas perante a CVM, de forma a sujeitar as companhias ao devido cumprimento de todas as obrigações legais, especialmente no que tange ao *disclosure*.

⁶ Alterado pelo Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001.

Nota-se, portanto, que a CVM tem como uma das responsabilidades primordiais a criação de normas de caráter impositivo, que possuem observância obrigatória pelas sociedades empresárias de capital aberto que negociam seus valores mobiliários no mercado de capitais.

A regulação do mercado de capitais pela Comissão de Valores Mobiliários é cada vez mais detalhada. Estas normas disciplinam, sobretudo, questões relativas às condições de acesso ao mercado e de exercício de determinadas atividades dentro dele, ao comportamento que deve ser mantido pelos intermediários financeiros e pelos administradores e controladores das companhias abertas e à prestação de informações relevantes (*disclosure*).

Além disso, tais normas frequentemente buscam se adequar com pautas que estão em destaque perante a sociedade, determinando comportamentos, estabelecendo condutas e criando obrigações para os agentes do mercado de capitais. Nesse contexto, diante da crescente preocupação dos agentes públicos e dos atores de mercado quanto à temática ambiental, provoca-se uma necessidade de regulação pela CVM, por meio de suas instruções normativas e resoluções, de critérios que devem ser observados pelas sociedades participantes do mercado de valores mobiliários para a realização do *disclosure* ambiental, que envolve riscos empresariais como as contingências e problemas ambientais causados por determinada atividade econômica.

2.2. A função socioambiental das sociedades empresárias e o dever de divulgação de aspectos ambientais

Até poucos anos atrás, os dados os quais as companhias se viam obrigadas a compartilhar eram, sobretudo, relacionados aos aspectos financeiros. Existia uma preocupação quase exclusiva com os acionistas da sociedade empresária e seu lucro no curto prazo. Em geral, o método mais utilizado pelas companhias abertas para cumprir tal função de dever de informação é a divulgação periódica das informações financeiras da sociedade empresária.

No entanto, em um contexto de grande discussão sobre questões climáticas e o futuro do ecossistema do planeta, o lucro deixa de ser o único foco e começa a haver uma ampliação do

papel e missão das companhias na sociedade, a fim de incorporar considerações de ordem social e ambiental aos negócios e operações desenvolvidos (CHAVES; FLORES, 2016, p. 268).

A partir do final do século XX, a sustentabilidade tornou-se um elemento estruturante do Estado Constitucional (CHAVES; FLORES; SANTOS, 2018, p. 440), tendo como um dos referenciais no Brasil os princípios previstos no artigo 170, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, que delineiam, por exemplo, a proteção ao meio ambiente como um dos limites explícitos e implícitos estabelecidos ao exercício da atividade da sociedade empresária. Além da previsão no texto constitucional, a própria Lei nº 6.404/1976, em seu art. 116, prevê que os acionistas controladores possuem o dever de resguardar os diversos interesses que circundam a sociedade empresária, abordando sua função social. Nesse sentido, segundo Modesto Carvalhosa:

Tem a empresa uma óbvia função social, nela sendo interessados os empregados, os fornecedores, a comunidade em que atua e o próprio Estado, que dela retira contribuições fiscais e parafiscais. A função social da empresa deve ser levada em conta pelos administradores, ao procurar a consecução dos fins da companhia. Aqui se repete o entendimento de que cabe ao administrador perseguir os fins privados da companhia, desde que atendida a função social da empresa. (CARVALHOSA, 1997, p. 237-238)

Conforme expõe Ana Frazão (2021), a responsabilidade de agentes econômicos, em relação ao endereçamento dos impactos externos negativos por eles gerados e que causem danos a terceiros ou a interesses difusos, como o meio ambiente, não se trata propriamente de um compromisso ético ou moral, que seja reconhecido apenas como de cumprimento voluntário, mas é, sobretudo, um dever jurídico, que deve ter seu cumprimento visto como indispensável.

De acordo com uma pesquisa feita pela CapGemini⁷, realizada com 7.500 consumidores e 750 executivos em diversos lugares do mundo, foi constatado que oito em cada dez consumidores estão considerando a sustentabilidade ao tomar decisões de investimento. Ademais, foi verificado que a avaliação, classificação e gestão de riscos dos aspectos ambientais, sociais e de governança passou a fazer parte das prioridades estratégicas do mercado corporativo nos últimos anos, fomentando a migração das questões ASG para o universo do mercado de capitais.

⁷ **How Sustainability Is Fundamentally Changing Consumer Preferences.** CapGemini. Disponível em: <https://www.capgemini.com/insights/research-library/how-sustainability-is-fundamentally-changing-consumer-preferences/>

Nesse contexto de preocupação com o impacto da sociedade empresária não apenas em relação aos seus sócios ou seu lucro, mas perante toda a sociedade, nasceu o termo *stakeholders*, que é caracterizado como todos os grupos de pessoas ou organizações que possam ter algum tipo de interesse pelas ações de uma determinada sociedade empresária. Alguns exemplos de *stakeholders* são os acionistas, fornecedores, credores, funcionários, consumidores e a comunidade na qual a atividade sociedade empresária é exercida. A criação do termo *stakeholders* foi fundamental para o surgimento de uma nova visão da atuação das sociedades empresárias (CHAVES, 2014, p. 70), o chamado capitalismo de *stakeholders*, que é definido por Ana Frazão (2021) como aquele “que se preocupa não apenas com os acionistas, mas também com as demais partes interessadas, tais como consumidores, trabalhadores, meio ambiente, demais agentes econômicos e a sociedade como um todo”.

Ainda, é importante destacar o desenvolvimento da noção de valor compartilhado apontado por Chaves (2014, p. 70), no qual é preciso que as sociedades empresárias contemplem os direitos de todas as partes interessadas, redefinindo sua função, a fim de contribuir para a sustentabilidade, harmonizando aspectos econômicos, sociais e ambientais. É natural que as sociedades empresárias, por ocuparem uma posição central na sociedade, impactando com suas decisões direta ou indiretamente indivíduos, grupos de pessoas, ecossistemas e países inteiros em diversos aspectos, recebam uma maior cobrança acerca de suas contribuições para o desenvolvimento sustentável (CHAVES; FLORES; SANTOS, 2018, p. 445).

Dessa forma, cresce de importância a discussão sobre o dever de divulgação do desempenho não apenas econômico, mas também ambiental e social, das companhias de capital aberto. De acordo com Mello:

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. (MELLO, 2002, p.62)

O dever de informação de aspectos ambientais funciona, portanto, como uma ferramenta aos potenciais e atuais investidores para que estes analisem e fiscalizem o cumprimento de

normas ambientais pelas companhias abertas. Ademais, contribui para o direcionamento da pressão dos *stakeholders* às companhias que, em sua divulgação de informações ambientais, não revelaram uma gestão ambiental e um cumprimento de metas ecológicas adequados.

Segundo pesquisa realizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022b, p. 38-39), 94% dos entrevistados tinham algum conhecimento sobre o tema ASG e, destes, 87% afirmaram ter um nível de conhecimento de médio a alto. No entanto, entre os que afirmaram conhecer o assunto, apenas 64% consideravam as questões ESG para selecionar investimentos. Os outros 36% não consideravam os critérios de boas práticas e sustentabilidade para decidir aplicações, principalmente por falta de confiança nas informações divulgadas pelas empresas a respeito (39,3%) ou por dificuldade em obter esses dados (39,3%).

Diante desse cenário, torna-se relevante o estudo de instrumentos regulatórios do mercado de capitais elaborados pela CVM a fim de se questionar se há um movimento em direção ao fortalecimento e ampliação da transparência nas divulgações de aspectos ambientais das companhias abertas e ao alinhamento da regulação brasileira aos avanços que o tema vem apresentando, possibilitando a realização de uma análise mais clara para os *stakeholders*.

3. A TRAJETÓRIA DA REGULAÇÃO DO *DISCLOSURE* AMBIENTAL PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O regime informacional, essencial para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, foi construído de forma gradativa no contexto da edição de normas pela CVM. Nesse sentido, é importante ressaltar que o aludido regime possui três principais pilares, sendo eles: o registro da oferta de valores mobiliários, o registro do emissor de títulos e a obrigação do emissor de divulgar determinadas informações que afetem os *stakeholders* de modo geral, como os dados sobre aspectos ambientais (MELLO, 2022, p. 39).

Conforme aduz Eizirik et al. (2008, p. 137-138), a existência de um sistema de registro, por meio do qual são armazenadas informações consideradas essenciais para a escolha do investidor, constitui fundamento para a política do *disclosure*, uma vez que se trata de uma garantia para a ampla divulgação das informações ao público.

Cada um dos referidos pilares foi disciplinado pela CVM ao longo dos anos e algumas instruções editadas pela autarquia, fundamentais para a regulação destes, serão analisadas. Assim, será possível compreender os pontos-chave da construção do regime informacional no mercado de capitais, sempre buscando focar nos aspectos ambientais do tema e entender como tais normas pavimentaram o caminho para a construção da estrutura do regime de *disclosure* ambiental pelas companhias abertas no Brasil até a implementação do Formulário de Referência vigente atualmente, principal foco de análise do presente trabalho.

3.1. A Instrução CVM nº 358/2002 e a divulgação de fatos relevantes

Em 3 de janeiro de 2002, a CVM editou a Instrução CVM nº 358/2002 (ICVM 358) (hoje substituída pela Resolução CVM nº 44/2021, devido a alterações), que teve como finalidade disciplinar a divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes para a companhia emissora que pudessem influenciar a cotação dos valores mobiliários da companhia e a decisão dos investidores em relação à negociação de tais títulos. Além disso, esta norma regula a utilização de informações relativas a atos ou fatos relevantes antes de sua divulgação, impedindo que certos agentes que possuem acesso a dados confidenciais, devido a sua posição perante a emissora, obtenham vantagens, sobretudo pecuniárias, indevidamente com a divulgação de dados ainda não publicados, por via da prática ilícita denominada de *insider trading* (uso indevido de informações privilegiadas). Tal norma, portanto, visa cumprir as diversas funções da divulgação informacional acima abordadas, especialmente quanto à atribuição de proteção do investidor na tomada de decisão racional e embasada.

O atual regime de divulgação de atos ou fatos relevantes adveio, originalmente, por meio da Lei nº 6.385/1976 e da Lei nº 6.404/1976, nas quais, em seus artigos 22 e 157, respectivamente, previu-se expressamente o dever dos administradores de companhia aberta de comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar por meios gerais de publicização (atualmente voltados à divulgação eletrônica), 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).

Em 1984, por meio da Instrução nº 31, a CVM começou a introduzir o assunto ao estabelecer, em seus artigos 16 e 17, o dever de manter um sistema centralizado com informações que permita a identificação pelo investidor e a atualização das informações, além do dever de guardar sigilo acerca de informações privilegiadas e regular sobre a utilização de tais informações.

Posteriormente, por meio do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 (norma que subsiste na Resolução CVM nº 44/21), com o propósito de minimizar a subjetividade do termo “fato relevante”, a CVM definiu, de modo geral, que:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, 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 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, 2002, art. 2º) (CVM, 2002)

De forma exemplificativa, a CVM fornece, ainda na mesma norma, uma lista de situações passíveis de culminar em fatos relevantes. Entre elas, mudanças no controle da companhia; decisão de se cancelar o registro da companhia aberta; incorporações, fusões, cisões ou dissoluções; renegociação de dívidas; lucros ou prejuízos substanciais; e pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial e falência. Cabe ressaltar também que tal norma abrange a divulgação de fatos que, mesmo que não envolvam de forma direta e específica a companhia emitente do valor mobiliário publicamente ofertado, sejam capazes de impactar consideravelmente na cotação do valor mobiliário e na decisão dos investidores em negociar com tal título.

Importante notar, ainda, que a divulgação de fatos ou atos relevantes devem ser enquadrados como documentos informacionais de forma eventual. Segundo Mota:

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 apud MELLO, 2022, p. 89).

Como o rol de atos ou fatos potencialmente relevantes previsto nesta norma é exemplificativo, diante da atual fase de preocupação da comunidade internacional com os riscos ambientais e suas potenciais consequências catastróficas ao ecossistema planetário, os fatos que importem em repercussões ambientais minimamente consideráveis começaram a ser tomados como relevantes aos olhos cada vez mais ambientalmente criteriosos dos investidores. Desse modo alguns atos e fatos relevantes relacionados a questões ambientais que devem ser considerados são a tramitação de processos judiciais ou extrajudiciais de caráter ambiental relevante, a ocorrência de incidentes ou desastres ambientais, a ocorrência ou existência de situações de risco ao meio ambiente ligadas à atividade ou à companhia de qualquer forma, dentre outros acontecimentos que se mostrem pertinentes.

Isto posto, a observância do referido instituto no que concerne o *disclosure* ambiental, de acordo com as definições da Resolução CVM nº 44/2021 e a interpretação vigente do instituto, pode ser relacionada a quaisquer negócios e atividades da companhia que digam respeito à matéria ambiental e que tenham potencial de influência sobre os caracteres objetivos e subjetivos apontados pela norma.

No entanto, é importante compreender que, conforme as exigências da sociedade como um todo em relação aos níveis de proteção ambiental ligados à atividade das companhias se modificam, o grau de potencialidade que um fato de repercussão 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 se alteram também. Esse é um tópico que se encontra em constante transformação, de forma a se desenvolver conjuntamente com a evolução das discussões de questões ambientais na sociedade.

Apesar de a sistemática de divulgação de ato ou fato relevante pelas companhias abertas continuar sendo instrumento essencial para a efetivação da transparência das companhias no que tange a dados relevantes de fatores econômicos, financeiros e, até mesmo, ambientais, com a criação do instrumento do Formulário de Referência, a ser analisado de forma específica em tópico pertinente, este documento se tornou o principal meio de divulgação de informações fundamentais sobre as companhias.

Os atos e fatos relevantes, embora tenham sido um importante passo no regime informacional, além de um modelo para a elaboração de conteúdos presentes nos formulários de referência, eles se tornaram um meio obsoleto de *disclosure* ambiental, restando eficientes, principalmente, para as hipóteses elencadas no parágrafo único do artigo 2º da Resolução CVM nº 44/2021.

3.2. A Instrução CVM nº 400/2003 e o registro de ofertas públicas de valores mobiliários

No mesmo sentido de construir um maior arcabouço do regime informacional direcionado ao mercado de capitais, em 29 de dezembro de 2003, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 400/2003 (ICVM 400), com o principal objetivo de 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).

O instrumento informacional que recebe maior atenção na referida Instrução é o 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” (MELLO, 2022, p. 81).

Esse instrumento foi mencionado pela primeira vez pela Lei nº 4.728/1965, que estabeleceu no artigo 21, caput e § 2º, a obrigatoriedade de registro prévio de toda emissão de título ou valor mobiliário ofertado publicamente, impondo que o pedido do referido registro deverá ser acompanhado “[...] dos prospectos e quaisquer outros documentos a serem publicados, ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção de lançamento da emissão” (BRASIL, 1965).

Da mesma forma, em 1976, a Lei nº 6.385 disciplinou, 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).

No mesmo ano, a Lei nº 6.404/1976 definiu a figura do prospecto em relação à constituição da sociedade anônima. Dispõe em 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. Além disso, o parágrafo 1º, alínea “c” do referido artigo, estabelece o prospecto como um dos documentos que deverá obrigatoriamente instruir o pedido de registro de emissão junto ao ente regulador. Ainda, o prospecto de subscrição pública é detalhado no artigo 84 da lei, no qual se encontram seus requisitos mínimos.

Com o propósito de regular de forma mais específica as questões supracitadas, a ICVM 400 definiu o prospecto como o principal documento informacional da oferta pública de distribuição de valor mobiliário, estabelecendo em seu artigo 38 e seguintes os requisitos necessários à validade deste instrumento, assim como as matérias e informações que devem estar nele dispostas, de forma completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, conforme indicado na norma. Ademais, a Instrução CVM nº 400/2003 em seu Anexo III definiu uma estrutura e conteúdos mínimos que devem constar no documento do prospecto.

Em relação ao conteúdo obrigatório do prospecto referente ao *disclosure* ambiental, deve-se destacar o subitem 4.1 do Anexo III inserido no título de “Fatores de Risco da Oferta”. Pode-se depreender da análise deste subitem que, no âmbito da elaboração do prospecto, é preciso proporcionar aos *stakeholders* uma descrição completa de eventuais riscos relacionados à oferta e ao valor mobiliário ofertado. Nesse sentido, especialmente diante do já citado interesse atual da sociedade em questões ambientais, não há possibilidade de se considerar apenas os aspectos financeiros e econômicos dos eventuais riscos, sendo necessário considerar também outras contingências, como aquelas relacionadas à esfera ambiental. Segundo Mello:

[...] 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. (MELLO, 2022, p. 86)

Outro quesito obrigatório do prospecto, que pode se relacionar ao *disclosure* ambiental, 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. Neste item, encontram-se elencadas diversas exigências acerca de informações sobre o direcionamento que a companhia pretende dar aos recursos recebidos e decorrentes da oferta, que precisam ser

publicadas de forma clara e objetiva. Essa disposição possui ligação direta com o tópico de fatores de risco e com aspectos ambientais, uma vez que as informações sobre a destinação de recursos podem ser importantes para a tomada de decisão de investidores interessados em negócios que possuam maior preocupação com o meio ambiente.

Ante o exposto, nota-se que o prospecto, por muito tempo, se figurou como o documento informacional de maior peso na estrutura regulatória brasileira devido à sua importância na concentração de dados do ofertante e da própria oferta (PITTA, 2013, p. 189). No entanto, em face da reforma de 2009, com a criação do Formulário de Referência, que será analisado em no seguinte tópico, o documento do prospecto perdeu seu protagonismo no regime informacional das sociedades. Conforme aduz Pitta:

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)

Nesse contexto, as informações a respeito do emissor dos valores mobiliários, que costumavam dominar grande parte do prospecto agora fazem parte do Formulário de Referência, de forma que o documento do prospecto passa a focar apenas na oferta e seus desdobramentos. Portanto, atualmente, é necessário 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 que deveria conter todas as informações necessárias relativas ao emissor e à oferta (COPOLA, 2013, p. 261).

Observa-se, novamente, que o advento do Formulário de Referência tornou obsoleto mais uma espécie de instrumento informacional ao ampliar o conjunto de dados exigidos, inclusive em relação ao *disclosure* ambiental. Assim, faz-se relevante a análise da Instrução Normativa CVM nº 480/2009, que originou o Formulário de Referência, principal instrumento informacional a ser estudado no presente trabalho, a fim de compreender suas origens, seus impactos e seu futuro dentro do regime informacional no mercado de capitais brasileiro.

3.3. A Instrução CVM nº 480/2009, o registro de emissor e a criação do Formulário de Referência

A Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009 (ICVM 480) (atualmente revogada, com sua matéria disciplinada na Resolução CVM nº 87⁸, de 31 de março de 2022) foi editada com o objetivo principal de promover uma ampla reforma no sistema de registro de companhias abertas e no regime informacional a que se sujeitam, implementando uma modernização substancial do regime de *disclosure* brasileiro na tentativa, inclusive, de aproximá-los das práticas internacionais.

A primeira regulação acerca do registro de companhias abertas editada pela CVM foi a Instrução CVM nº 09, de 11 de outubro de 1979 (ICVM 09), que estabeleceu princípios que nortearam a regulação da matéria por vários anos, dos quais alguns permanecem até hoje. Segundo Pitta:

Na ocasião, a CVM estabeleceu que o objetivo da regulamentação do registro de companhias abertas era definir o fluxo mínimo de informações (incluído seu conteúdo, forma de disseminação e prazo) que assegurasse, de modo contínuo, ao público investidor, a tomada de decisão racional acerca de seus investimentos, deixando claro, portanto, a influência da teoria da escolha racional em sua política regulatória, bem como a preponderância dessa funcionalidade do regime de *disclosure*. (PITTA, 2013, p. 180)

Desde então, esta Instrução contou com algumas alterações⁹ em busca da ampliação do rol de informações fornecidas aos investidores, além da adaptação do regime de *disclosure* às inovações tecnológicas que mudaram completamente os mecanismos de divulgação de informações pelas companhias.

Um dos principais resultados oriundos dessas alterações foi a criação, por meio da Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993 (ICVM 202), do Formulário de Informações Anuais — IAN, documento reunindo as principais informações sobre as companhias abertas,

⁸ 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.

⁹ "[...] os normativos que substituíram a ICVM 09 na regulamentação do registro das companhias abertas (e, conseqüentemente, na definição das obrigações informacionais contínuas a que estavam sujeitas a partir de então), quais sejam, a Instrução CVM nº 32, de 16 de março de 1984 (ICVM 32), a Instrução CVM nº 60, de 14 de janeiro de 1987 (ICVM 60) e a Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993 (ICVM 202), consolidaram as linhas mestras dos requisitos informacionais necessários à entrada e à permanência das companhias abertas no mercado de valores mobiliários." (PITTA, 2013, p. 181)

como os principais indicadores econômico-financeiros das sociedades empresárias e resumo das contas de demonstrações financeiras, que deveria ser encaminhado anualmente à CVM e futuramente seria o principal modelo para a criação do Formulário de Referência.

No entanto, a principal alteração à ICVM 09 foi por meio da ICVM 480. Dentre os principais objetivos da CVM com a nova regulamentação pode-se destacar: aprofundar as informações fornecidas pelos emissores, em especial, aquelas relativas à administração e monitoramento de riscos; melhorar a apresentação das informações, de modo que elas sejam organizadas de uma maneira que facilite a comparação e o entendimento por parte do investidor; assegurar que as informações prestadas pelos emissores sejam úteis à avaliação dos valores mobiliários por eles emitidos, evitando a divulgação de textos padronizados ou excessivamente genéricos; incentivar um maior rigor no processo de elaboração e atualização das informações periódicas.

De acordo com Mello, com a elaboração dessa norma pela CVM:

[...] 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. (MELLO, 2002, p. 69)

Referido modelo, portanto, promove a consolidação das informações relativas a uma determinada companhia (atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas etc.) em um único documento, que deve ser atualizado regularmente. Tal documento é o Formulário de Referência, que substituiu, simultaneamente, o Formulário de Informações Anuais — IAN e as seções dos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários destinadas à prestação de informações sobre os emissores¹⁰. Esse documento é regido na ICVM 480 pelos artigos 24 e seguintes, bem como pelo Anexo 24.

Importante ressaltar, brevemente, que com a edição da ICVM 480 os emissores foram divididos em duas categorias distintas, além de terem sido estabelecidos regimes

¹⁰ Cf. **Edital de Audiência Pública nº 07/08, p. 5**. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

informativos diferenciados para cada uma delas. Tais categorias podem ser definidas como (i) “categoria A”, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor; e (ii) “categoria B”, que autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor, exceto ações, certificados de depósito de ações e valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir ações ou certificados de depósito de ações, em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos a ele inerentes¹¹. Nesse contexto, a “categoria A” impõe maiores obrigações regulamentares ao emissor, porém abrange uma maior possibilidade de oferta pública de valores mobiliários, ao passo que a “categoria B”, configura maiores descontos regulatórios, mas é restrita a emissores de apenas alguns tipos de valores mobiliários.

O Formulário de Referência foi elaborado como um documento com conteúdo abrangente, composto por 22 grupos distintos de informações¹², que ampliou as obrigações informativas em comparação com aquelas exigidas pelo formulário de Informações Anuais — IAN, nos termos da ICVM 202, além de substituir as seções relativas às informações do emissor nos prospectos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, exigidas até então pela ICVM 400.

Para uma melhor compreensão do referido instrumento, faz-se indispensável a análise detalhada do conteúdo presente no Anexo 24, que contém informações sobre a própria elaboração do instrumento, assim como dados referentes às atividades do emissor, passando pela estrutura de controle e os dados dos valores mobiliários emitidos, além de outros aspectos importantes da companhia. Visto que o presente trabalho possui como foco a temática do

¹¹ Cf. artigo 2º da ICVM 480.

¹² As informações exigidas no Formulário de Referência, nos termos do Anexo 24 da ICVM 480, são, genericamente, divididas nas seguintes categorias: (i) identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário; (ii) auditores; (iii) informações financeiras selecionadas, parcialmente dispensadas para os emissores “categoria B”; (iv) fatores de risco, parcialmente dispensada para os emissores “categoria B”; (v) riscos de mercado, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (vi) histórico do emissor; (vii) atividades do emissor, dispensada para os emissores “categoria B”, que precisam apenas apresentar uma breve descrição; (viii) grupo econômico; (ix) ativos relevantes, dispensada para os emissores “categoria B”; (x) comentários dos diretores, com alguns poucos itens dispensados para os emissores “categoria B”; (xi) projeções, facultativas tanto para “categoria A” quanto para a “categoria B”; (xii) assembleia geral e administração, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xiii) remuneração dos administradores, dispensada para os emissores “categoria B” (exceto com relação às informações que são exigidas pela LSA e pelas regras contábeis); (xiv) recursos humanos, dispensada para os emissores “categoria B”; (xv) estrutura de controle, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xvi) transações com partes relacionadas; (xvii) capital social, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xviii) valores mobiliários, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xix) planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria, dispensada para os emissores “categoria B”; (xx) política de negociação de valores mobiliários, dispensada para os emissores “categoria B”; (xxi) política de divulgação de informações; e (xxii) negócios extraordinários.

disclosure ambiental, o exame do aludido anexo neste estudo restringir-se-á aos aspectos ambientais nele contidos.

Inicialmente, no momento em que foi criada, a abordagem da ICVM 480 acerca da questão do *disclosure* ambiental era parca. Esse tema aparece apenas no tópico 7, em seu item 7.5, que demanda ao emissor a descrição dos efeitos relevantes da regulação estatal sobre as atividades do emissor e solicita, na alínea “b”, especificamente em relação à política ambiental do emissor e custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental e, se for o caso, de outras práticas ambientais, inclusive a adesão a padrões internacionais de proteção ambiental.

Em 2014, o Anexo 24 foi alterado por meio da publicação da Instrução Normativa CVM nº 552/2014. Nesse contexto, um dos tópicos do referido formulário que foram modificados em relação à questão ambiental é o tópico 4, referente aos fatores de risco das atividades da companhia. Em seu item 4.1, foi criada a alínea “j”, na qual pode-se observar a exigência de o emissor descrever fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento relacionados a questões socioambientais. Essas informações sobre fatores de risco socioambientais abrangem o impacto ambiental e climático originado pela atividade empresarial da referida sociedade em relação à comunidade na qual a companhia está inserida, devendo ser publicadas de forma clara e objetiva para a compreensão dos *stakeholders* (MELLO, 2022, p. 76-77)

Outrossim, a referida Instrução também alterou o item 7.8 do tópico 7, concernente às atividades do emissor, no sentido de demandar se o emissor divulga informações sociais e ambientais; qual a metodologia seguida na elaboração dessas informações; se essas informações são auditadas ou revisadas por entidade independente; e qual a página na rede mundial de computadores onde podem ser encontradas essas informações. Tais pontos buscam desincentivar a divulgação inescrupulosa de informações socioambientais das companhias, que possam ser falseadas pelas emissoras e causam uma formação de opinião equivocada por parte dos *stakeholders*.

No entanto, diante da 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. O resultado desse movimento foi a elaboração da Resolução CVM nº 59/21, principal objeto a ser estudado no presente trabalho e que trouxe inúmeras inovações para o regime informacional do mercado de capitais brasileiro em relação ao *disclosure* ambiental.

4. ANÁLISE DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA INSTITUÍDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 59/2021

Por influência de novas normas publicadas por importantes mercados de capitais estrangeiros, houve um movimento por parte da CVM com o objetivo de atualizar o Formulário de Referência. Um dos principais pontos que levaram a essa reformulação foi a inexistência de tópicos específicos no referido instrumento destinados à divulgação de informações ambientais das companhias. Além disso, outra questão crucial para a alteração foram as críticas, em geral das próprias companhias e de advogados especializados na área, referentes à redundância de diversas informações requeridas no Formulário de Referência.

Para os fins do presente estudo, neste capítulo, será observado, sobretudo, quais novos parâmetros de *disclosure* ambiental foram inseridos na atualização do Formulário de Referência, e se eles, de fato, contribuem para a facilitação dessa divulgação e para a ampliação dos dados que as companhias devem revelar em relação ao *disclosure* ambiental, de modo a contribuir com a melhoria dos pontos mencionados acima.

A fim de compreender a necessidade dessa reorganização do referido instrumento informacional, ainda é preciso lembrar que a produção e o processamento de informações para fornecer uma maior transparência possui um custo de observância relativamente alto para as companhias. A regulação, inevitavelmente, cria custos, diretos e indiretos, que afetam não apenas a companhia em si, mas também seu corpo de funcionários, seus consumidores, a economia e a sociedade como um todo, uma vez que, a fim de evitar prejuízos, as companhias buscam aumentar o preço final de seus produtos e serviços ou reduzir seus custos internos.

Dessa forma, deve-se haver um questionamento acerca da necessidade de determinadas exigências regulatórias e se essas intervenções se justificam ou não. No caso das exigências que

objetivam uma maior transparência no *disclosure* ambiental, por maior que seja o custo que as companhias têm para coletar e organizar todos os dados corretamente, elas tendem a se justificar, pois, em longo prazo, é de interesse da sociedade como um todo a manutenção de um meio ambiente preservado, que promova o bem-estar dos cidadãos e dos ecossistemas, gerando, com isso, o crescimento sustentável de mercados e demandas.

Com base nas crescentes preocupações da sociedade sobre questões socioambientais, iniciou-se um movimento das companhias em usar pleitos sociais e ambientais como uma forma de se destacar no mercado. Por isso, também se identificou a necessidade de elaboração de um modelo mais padronizado e claro de fornecimento de informações relacionadas a aspectos ambientais pelas sociedades empresárias, de modo a evitar a prática de *greenwashing*, considerado como uma estratégia de marketing, na qual a companhia, por meio de informações falsificadas ou omissas, promove discursos, ações e propagandas sustentáveis que não se evidenciam na prática.

Um exemplo de caso de *greenwashing* que ocorreu no Brasil é o da esponja de aço da Bombril, que utilizou o termo "ECO" em uma de suas embalagens, se declarando 100% ecológico por não deixar resíduos. No entanto, o produto, apesar de ser degradável, durante a produção de sua embalagem, gera outros impactos ambientais, o que não justifica apregoar ser "Bombril eco", causando uma chamativa ambiental que ilude o consumidor. O Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (Conar) acatou pedido da PROTESTE Associação de Consumidores e decidiu, em abril de 2016, na Representação nº 077/13, em recurso ordinário, que a Bombril deve retirar da embalagem de sua esponja de aço o termo "100% ecológico", por falta de comprovação do apelo sustentável, sugerindo a substituição por "100% biodegradável".

Nesse contexto, o atual momento é de transição das exigências informacionais sobre riscos climáticos na regulação do mercado de capitais brasileiro. A Instrução CVM nº 480/2009, que determina quais informações devem constar no Formulário de Referência das companhias abertas, foi modificada pela Resolução CVM nº 59/2021, aprovada em 22 de dezembro de 2021 e com consolidação das regras na Resolução CVM nº 80/2022¹³ e na Resolução CVM nº

¹³ 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.

87/2022. A Comissão de Valores Mobiliários buscou aprimorar a divulgação de informações específicas sobre questões da agenda ESG, indicando sua relevância e estabelecendo consistência e comparabilidade. As novas regras entraram em vigor no início de 2023¹⁴.

A Resolução CVM nº 59/2021 condensou o Anexo 24 (substituído em igual teor pelo Anexo C da Resolução CVM nº 80/2022), previsto na ICVM 480, em 13 tópicos no total¹⁵, 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, de forma a simplificar seu conteúdo e reduzir os custos de observância pelas companhias. Diante deste cenário, serão analisadas a seguir as principais alterações no Formulário de Referência concernentes às questões ambientais a serem disponibilizadas pelas companhias abertas no conjunto informacional e seus possíveis impactos no atual regime de *disclosure* ambiental.

4.1. A divulgação de matriz de materialidade e de indicadores-chave de desempenho

Uma grande inovação trazida pela Resolução CVM nº 59/2021 foi aquela prevista no item 1.9, alínea “e”. Tal dispositivo determina a indicação de se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho (conhecidos também na literatura estrangeira como *key performance indicator* — “KPIs”) ESG, além de quais são os indicadores materiais para o emissor.

Para que um negócio possa desenvolver suas políticas ESG e avançar no seu sistema de *disclosure* é necessário determinar quais temas possuem maior relevância para ele de maneira alinhada ao seu sucesso de longo prazo, de forma a investirem na evolução das atividades

¹⁴ Conforme disposto no artigo 9º da referida Resolução nº 59/2021 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.

¹⁵ 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

relacionadas a esses temas, assim como na análise dos resultados que têm obtido com elas. Foi exatamente diante desse contexto que a referida norma fez alusão às ferramentas da matriz de materialidade e dos indicadores-chave de desempenho.

A matriz de materialidade possui grande importância dentro do planejamento ESG de uma companhia. Por meio dessa matriz é possível que o emissor defina e priorize quais os principais desafios a serem enfrentados por ele em termos de práticas ambientais, interação com a sociedade e requisitos de governança. Para se ter uma matriz equilibrada é preciso que as companhias definam de forma assertiva quais são os temas mais importantes a serem desenvolvidos pela organização levando em consideração os interesses dos principais *stakeholders* internos — como investidores, funcionários, clientes, fornecedores e concorrentes — e externos — como o governo, comunidades afetadas pela atividade da companhia e analistas financeiros. No mundo atual, os *stakeholders* têm a capacidade de determinar o que é relevante para uma sociedade empresária. Sobretudo com o advento da internet, esses agentes ganharam voz para moldar as perspectivas de mercado e, portanto, o valor de mercado de uma companhia.

Nesse contexto, os investidores ESG usam seu poder para levantar pautas valorosas como o risco climático e questões de ética empresarial. Por conseguinte, é preciso que os líderes corporativos entendam a dinâmica da constante mudança sobre quais tópicos são mais relevantes para a sociedade no momento, uma vez que essa escolha se encontra majoritariamente nas mãos dos *stakeholders*, sendo indispensável que as organizações estejam constantemente revendo a sua matriz de materialidade, definido quais temas devem ser priorizados e devidamente endereçados através de ações concretas e visíveis.

Assim, é necessário que as companhias não apenas saibam quais as práticas mais importantes a serem executadas em certo momento, mas também é preciso que elas consigam medir o nível de desempenho e sucesso das estratégias adotadas. Para que as sociedades empresárias consigam tomar decisões mais acertadas sobre o futuro de cada uma de suas atividades, é fundamental que seja feita uma boa escolha de KPIs.

Os indicadores-chaves de desempenho (KPIs) ESG podem ser descritos como os valores quantitativos fundamentais que medem o desempenho da companhia em relação às suas práticas

ambientais, sociais e de governança. Eles são parte primordial da estratégia de gestão de qualquer companhia e possibilitam um acompanhamento e melhor gerenciamento do nível de desempenho da sociedade em suas diversas áreas e em pontos específicos. Com os KPIs, a sociedade empresária consegue entender como está cada um dos números e traçar metas plausíveis e realizáveis.

No contexto atual do mercado de capitais, no qual muitos investidores preocupam-se não somente com os dados financeiros de uma companhia, mas também nos impactos que seus negócios causam na sociedade, a divulgação das matrizes de materialidade e dos indicadores-chave utilizados pelas companhias são fatores importantes para que os investidores analisem corretamente o comprometimento dessas sociedades empresárias, verificando se os planos delas estão de acordo com a pauta ambiental e se os resultados de suas ações estão sendo realmente eficazes.

4.2. O cumprimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU

Outro ponto relevante trazido na reestruturação do Formulário de Referência é o item 1.9, alínea “f”, que destaca 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, sendo importante, como analisado acima, a devida demonstração da materialidade e indicadores-chave para corroborar tal afirmação. Seguindo as tendências das novas demandas dos *stakeholders* em torno das questões socioambientais e econômicas, foram instituídos pela Organização das Nações Unidas (ONU), em 2015, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, que buscam impulsionar um mundo sustentável, um ambiente mais saudável e uma sociedade justa e inclusiva. Para que tal meta seja atingida, é preciso que se crie uma consciência coletiva acerca da importância de efetivamente praticar ações que contribuam para a concretização desse cenário no futuro. Com essa finalidade, foram estabelecidos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável¹⁶ com 169 metas a serem alcançadas por meio de uma ação conjunta que agrega diferentes setores, como

¹⁶ Os 17 ODS são: erradicação da pobreza, fome zero, saúde e bem-estar, educação de qualidade, igualdade de gênero, água potável e saneamento, energia acessível e limpa, emprego digno e crescimento econômico, indústria inovação e infraestrutura, dedução das desigualdades, cidades e comunidades sustentáveis, consumo e produção responsáveis, combate as alterações climáticas, vida debaixo d’água, vida sobre a terra, paz, justiça e instituições fortes e parceira e meios de implementação. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>.

o governo, as organizações, os próprios cidadãos e, incontestavelmente, as sociedades empresárias, que possuem um papel fundamental no funcionamento da sociedade em âmbitos nacionais e internacionais.

Uma vez que o presente trabalho se propõe a estudar sobretudo os aspectos ambientais das recentes alterações nas exigências de *disclosure* feitas às companhias, cumpre destacar que, dos 17 ODS estabelecidos pela ONU, 8 deles estão diretamente relacionados com o meio ambiente, sendo eles: saúde e bem-estar; água potável e saneamento; energia limpa e acessível; cidades e comunidades sustentáveis; consumo e produção responsáveis; combate às alterações climáticas; vida na água e vida terrestre. Não obstante, de certa forma, a questão climática atinge todos os objetivos definidos, uma vez que o desequilíbrio natural pode impedir ou dificultar o alcance de outros objetivos, como o combate à pobreza e à desigualdade.

Acredita-se que uma economia voltada para uma transição sustentável, em harmonia com o alcance dos ODS, possa gerar um incremento na qualidade de vida das pessoas, com redução da poluição, maior segurança alimentar e aumento da atração de investimentos, apenas para citar alguns benefícios. Nesse contexto, empreendimentos que estejam alinhados com esses valores recebem cada vez mais atenção dos investidores e a transparência e a consistência nas informações fornecidas pelas companhias ao mercado são pontos-chave para uma alocação de capital mais eficiente e sustentável do ponto de vista econômico e ambiental.

4.3. A observância de recomendações do TCFD

A Resolução CVM nº 59/2021 também previu uma nova e relevante exigência na alínea “g” do item 1.9. Tal dispositivo ordena que deve ser indicado pelo emissor se o relatório ou documento considera as recomendações da Força Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (também denominada em idioma estrangeiro como *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* — “TCFD”) ou as recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas.

Para compreender melhor essa determinação presente no referido documento, é preciso mais uma vez observar o atual cenário de mudanças climáticas no planeta. É sabido que diversas

ações antrópicas no meio ambiente vêm provocando um aumento excepcional dos gases do efeito estufa (GEE) na atmosfera, contribuindo para o aquecimento global e, conseqüentemente, para a ocorrência de impactos adversos, tais como enchentes, secas, perdas de biodiversidade, elevação do nível do mar e mudanças nos padrões de precipitação¹⁷.

Diante dessa conjuntura, em 2015, 196 países assumiram compromissos de redução dos GEE perante o Acordo de Paris, buscando-se trajetórias de emissões que não ultrapassem 2°C de aumento de temperatura em relação aos níveis pré-industriais, com esforços de limitá-la a até 1,5°C¹⁸. O risco climático é um dos mais relevantes para a economia em um longo prazo, visto que todas essas ocorrências ocasionam prejuízos econômicos para os países, bem como para a população, com intercorrências sanitárias e sociais, além das ambientais propriamente ditas. Segundo o relatório da revista *The Economist Intelligence Unit*¹⁹, em 2015 o valor total de ativos em risco em todo o mundo, decorrentes das mudanças climáticas, foi estimado entre 4,2 e 143 trilhões de dólares até o final desse século, ou seja, até 2100.

Por essa razão, em 2015, o Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board*), braço operacional de assuntos financeiros do G20 destinado à colaboração no desenvolvimento de supervisão e regulação para a estabilidade financeira, instituiu a Força Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima. A TCFD foi lançada com a finalidade de desenvolver, de forma padronizada, recomendações para facilitar a divulgação de informações financeiras relacionadas ao clima para os participantes do mercado a nível mundial. Até 2021, havia mais de 1.900 apoiadores do TCFD, incluindo mais de 110 reguladores e entidades governamentais em 78 países (IOSCO, 2021).

De acordo com Michael R. Bloomberg²⁰, presidente da TCFD e enviado especial da ONU sobre Ambição e Soluções Climáticas:

¹⁷ **Resumo para formuladores de políticas: Mudança do Clima e Terra — Um Relatório Especial do IPCC sobre desertificação, degradação do solo, gestão sustentável da terra, segurança alimentar e fluxos de gases de efeito estufa nos ecossistemas terrestres.** IPCC, 2019. Disponível em: <https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2019/07/SPM-Portuguese-version.pdf>

¹⁸ **The Paris Agreement.** UNFCCC. Disponível em: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

¹⁹ **The Cost of Inaction: Recognising the Value at Risk from Climate Change.** *The Impact*, 2015. Disponível em: https://impact.economist.com/perspectives/sites/default/files/The%20cost%20of%20inaction_0.pdf

²⁰ **A Guide to the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.** Bloomberg, 2021. Disponível em: <http://spotlight.bloomberg.com/story/tcfid/>.

A mudança climática não é apenas uma ameaça séria e crescente à saúde e à subsistência das pessoas — é um grande risco econômico. Especialmente à medida que os países constroem economias mais verdes e resilientes após a pandemia, é encorajador vê-los apoiar as recomendações da força-tarefa (TCFD) para relatar riscos e oportunidades financeiras relacionadas ao clima. (BLOOMBERG, 2021)

A Força-tarefa recomenda que as organizações façam a divulgação financeira relacionada às mudanças climáticas em seus principais (ou seja, públicos) relatórios financeiros anuais. A TCFD se concentra na avaliação de oportunidades e riscos relacionados às mudanças climáticas, aconselhando às sociedades empresárias que conduzam a análise de cenários para avaliar os efeitos a longo prazo que as mudanças climáticas terão sobre eles. Essa análise forma um protocolo de informações que auxiliam os *stakeholders* a compreenderem como as organizações calculam os riscos e oportunidades de suas práticas em relação ao meio ambiente, enfatizando a importância da transparência nas tomadas de decisão de alocação de capital.

Para facilitar o cumprimento dessa recomendação, foi desenvolvida uma estrutura com quatro frentes temáticas que representam elementos centrais de operação das organizações, sendo elas: Governança, Estratégia, Gestão de Riscos e Metas e Métricas. De forma resumida, em Governança, o intuito é divulgar, como o próprio nome sugere, a governança da Companhia sobre riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas. Para Estratégia, o objetivo é divulgar os reais impactos e potenciais de riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas sobre os negócios, à estratégia e ao planejamento financeiro da organização. Já em Gestão de Riscos, a finalidade é retratar como a organização identifica, avalia e gerencia os riscos relacionados às mudanças climáticas. Por fim, mas não menos importante, em Metas e Métricas, o propósito é divulgar como as metas e métricas da organização são utilizadas para avaliar e gerir riscos e oportunidades relacionadas às mudanças climáticas, sempre que tais informações forem relevantes²¹.

Além disso, é importante destacar que a TCFD distingue os riscos relacionados às mudanças climáticas em duas categorias: Riscos Físicos e Riscos de Transição. O primeiro refere-se aos impactos físicos da mudança climática e o segundo à transição para uma economia de baixo carbono²². No entanto, embora sejam tratados de forma separada por possuírem conceitos diferentes, os riscos de transição e os riscos físicos estão interconectados quando é

²¹ **Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Guidance on Metrics, Targets and Transition Plans.** FSB, 2021. Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141021-2.pdf>

²² Idem.

necessária uma avaliação mais ampla dos cenários e caminhos a serem percorridos para mitigá-los ou até mesmo evitá-los.

Atualmente, compreende-se que há um consenso entre grandes organizações e países de que as atividades econômicas podem mitigar ou se adaptar aos efeitos das mudanças climáticas. A mitigação abarca ações de redução de emissões de GEE, enquanto as de adaptação promovem o fortalecimento e a resiliência em relação aos impactos que serão ocasionados pelas mudanças climáticas. Essas oportunidades variam dependendo da região, do mercado e do setor em que a organização opera. No entanto, a promoção dessas atividades tem recebido grande atenção nos fluxos financeiros nacionais e globais, mostrando o potencial da gestão climática também no que tange às oportunidades de investimentos.

Nesse sentido, a adoção das diretrizes estabelecidas pela TCFD acerca da divulgação e análise de riscos e oportunidades relacionados às questões climáticas traz aos investidores uma maior segurança de que as informações divulgadas pelas companhias são relevantes, além de proporcionar um maior direcionamento a estas sociedades sobre quais dados devem, de fato, ser divulgados, de modo a evitar um maior custo financeiro e operacional para coletar, analisar e divulgar dados que não seriam essenciais.

4.4. A realização de inventário de gases do efeito estufa

Alinhado ao tópico discutido acima, houve a inclusão pela nova Resolução CVM nº 59/2021 da alínea “h”, no item 1.9. Esta alínea 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. O inventário de gases do efeito estufa pode ser caracterizado como um meio de identificação das fontes de emissões e da quantificação dos gases emitidos em um determinado período base. Para a elaboração de um inventário de GEE é necessário seguir protocolos e normas disponíveis para a sua compilação. Atualmente, a metodologia mais utilizada é o *GreenhouseGas Protocol (GHG Protocol)* do Painel Intergovernamental sobre Mudanças

Climáticas (IPCC)²³, que também foi adaptado para o nosso contexto nacional, seguindo o Programa Brasileiro GHG Protocol (PBGHGP)²⁴.

Na Resolução, é prevista a necessidade de informar o escopo das emissões inventariadas. De acordo com o GHG Protocol, são identificadas três diferentes categorias de emissões de gases de efeito estufa, sendo estas divididas em três escopos²⁵. O escopo 1 são as emissões diretas de GEE para a atmosfera provenientes de fontes que pertencem ou são controladas pela organização. O escopo 2 são as emissões indiretas de GEE provenientes da aquisição de energia elétrica ou térmica que é consumida pela organização, ou seja, todas as emissões de gases de efeito estufa na atmosfera a partir do consumo de eletricidade, vapor, calor e refrigeração. O escopo 3, por sua vez, inclui outras emissões indiretas de GEE que são consequências das atividades da organização, mas que ocorrem em fontes que não pertencem ou não são controladas por ela. Estas são emissões relacionadas às operações da companhia, como aquisição de matéria-prima, realização de viagens de negócios e deslocamento dos colaboradores, descartes de resíduos, transporte e distribuição de produtos.

²³ Painel Intergovernamental sobre Mudança do Clima, IPCC, foi criado pelo Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (ONU Meio Ambiente) e pela Organização Meteorológica Mundial (OMM) em 1988 com o objetivo de fornecer aos formuladores de políticas avaliações científicas regulares sobre a mudança do clima, suas implicações e possíveis riscos futuros, bem como para propor opções de adaptação e mitigação. Atualmente, o IPCC possui 195 países membros, entre eles o Brasil.

Por meio de suas avaliações, o IPCC determina o estado do conhecimento sobre a mudança do clima, identifica onde há consenso na comunidade científica, e em que áreas mais pesquisas são necessárias. Os relatórios resultantes da avaliação do IPCC devem ser neutros, relevantes para a política, e não devem ser prescritivos. Além disso, as avaliações constituem insumos fundamentais para as negociações internacionais que visam o enfrentamento da mudança do clima.

Os Relatórios de Avaliação do IPCC consistem nas contribuições de três Grupos de Trabalho e em um Relatório de Síntese que integra essas contribuições e quaisquer relatórios especiais preparados durante o mesmo ciclo de avaliação. Os Relatórios Especiais do IPCC tratam de questões específicas acordadas entre os países membros, e os Relatórios de Metodologia fornecem diretrizes práticas para a preparação de inventários de gases de efeito estufa.

Disponível em: https://antigo.mctic.gov.br/mctic/opencms/ciencia/SEPED/clima/ciencia_do_clima/painel_intergovernamental_sobre_mudanca_do_clima.html

²⁴ O Programa Brasileiro GHG Protocol foi criado em 2008 e é responsável pela adaptação do método GHG Protocol ao contexto brasileiro e pelo desenvolvimento de ferramentas de cálculo para estimativas de emissões de gases do efeito estufa corporativas. Foi desenvolvido pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (FGVces) e WRI, em parceria com o Ministério do Meio Ambiente (MMA), Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (Cebds), World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) e 27 Empresas Fundadoras. O Programa tem como principal objetivo estimular a cultura corporativa de inventário de emissões de GEE no Brasil, proporcionando aos participantes acesso a instrumentos e padrões de qualidade internacional para contabilização das emissões e publicação dos inventários no Registro Público de Emissões. O PBGHG também atua na capacitação de organizações-membro para elaboração de inventários organizacionais de GEE, oferecendo treinamentos sobre o método do GHG Protocol. Disponível em: https://eaesp.fgv.br/sites/eaesp.fgv.br/files/u641/faq_ghg_2023_v1.0.pdf

²⁵ **Greenhouse Gas Protocol: A Corporate Accounting and Reporting Standard (Revised Edition)**. The Greenhouse Gas Protocol. Disponível em: <https://ghgprotocol.org/sites/default/files/standards/ghg-protocol-revised.pdf>

A aludida nova exigência, portanto, mostra, mais uma vez, como a alteração do Formulário de Referência encontra-se em harmonia com a evolução das questões de sustentabilidade empresarial, uma vez que incentiva a realização de inventário de gases de efeito estufa pelas companhias, que se constitui como um importante primeiro passo para a mitigação dos efeitos das Mudanças Climáticas, além de colaborar para a redução de custos produtivos e aumento da eficiência dos processos destas.

4.5. Modelo relate ou explique

Diante de todas as alterações na estrutura do Formulário de Referência descritas acima neste capítulo, é indispensável salientar a importância da inclusão da alínea “i” no item 1.9, que impõe ao emissor a necessidade de explicação acerca de diversas condutas, dentre elas a não divulgação de informações ASG; a não adoção de matriz de materialidade e de KPIs de desempenho ASG; a não realização de auditoria ou revisão sobre as informações ASG divulgadas; 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; e a não realização de inventários de emissão de gases do efeito estufa.

Nessa perspectiva, tal dispositivo deixa claro o caráter não obrigatório do *disclosure* ambiental pelas companhias, sendo mandatório, no entanto, que estas publiquem explicações acerca da não divulgação de relatórios ou qualquer outro documento com informações ambientais. A Resolução CVM nº 59/21, portanto, permite que os emissores expliquem por que não divulgam determinadas informações ou não adotam práticas sugeridas pela referida norma, podendo, por exemplo, esclarecer que determinados indicadores não guardam pertinência com as atividades exercidas pela companhia.

Essa sistemática, que impõe àqueles que não divulgam relatórios ambientais a publicação de explicação sobre tal postura, segue a lógica do modelo comumente denominado de “relate ou explique”. Tal modelo originou-se do comunicado externo 017 2011-DP²⁶, de 23 de

²⁶ **Relate ou Explique: Guia para Emissão de Relatório de Sustentabilidade.** B3, 2011. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C0/97/97/43/C3CC251045D14B25790D8AA8/CE-017-2011-Relate-ou-Explique.pdf>

dezembro de 2011, por meio do qual a então BM&FBOVESPA, hoje intitulada B3, instituição administradora do mercado de valores mobiliários brasileiro, propôs para as sociedades por ações listadas na mesma a adoção do “modelo relate ou explique” na divulgação de relatórios de sustentabilidade ou outros documentos correlatos (CHAVES; FLORES; SANTOS, 2018, p. 449).

O documento “relate ou explique”, elaborado pela BM&FBOVESPA, foi criado com o propósito de ser uma recomendação para que as companhias supracitadas, a partir de 2012, reportassem no item 7.8 denominado “Informações de Longo Prazo” — título do item na época — do Formulário de Referência da CVM se publicavam algum relatório de sustentabilidade ou documento semelhante e divulgassem onde o mesmo se encontrava disponível²⁷. Caso não publicassem nenhum desses documentos, deveriam explicar o motivo. O objetivo, além de estimular a transparência, visava compilar estes dados em um único documento, facilitando o acesso rápido a estas informações por parte do investidor.

Para essa iniciativa, a BM&FBOVESPA se uniu à Global Reporting Initiative (GRI), uma associação internacional independente 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 o mundo²⁸. A elaboração de relatórios sob um mesmo padrão, como o GRI, tem como objetivo facilitar o acesso do mercado — especialmente investidores e analistas — a informações não financeiras, possibilitando o exame da performance ambiental das sociedades, dado que cada vez mais impacta na decisão de investimentos.

Em 2014, o “Relate ou Explique” foi renomeado, alinhando-se ao movimento internacional do Relato Integrado e mostrando seu apoio ao International Integrated Reporting Council (IIRC)²⁹, criado em 2010 por uma coalizão global de reguladores, investidores, companhias, definidores de padrões, profissionais do setor contábil e ONGs. Segundo o próprio IIRC, o objetivo de longo prazo do Relato Integrado é facilitar a existência de um padrão para

²⁷ **Transparência.** B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/institucional/transparencia/transparencia.htm

²⁸ **About GRI.** Global Reporting Initiative (GRI). Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/>

²⁹ **Framework internacional de relato integrado.** International Integrated Reporting Council (IIRC), 2015. Disponível em: <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portugese-final-1.pdf>

relatos corporativos sobre as principais informações financeiras e não financeiras dos setores público e privado.

Em 2016, conforme mencionado anteriormente, com a evolução do tema no mercado, a iniciativa foi encampada pela CVM, por meio da Instrução Normativa nº 552/2014, que atualizou o item 7.8 do Formulário de Referência para “Políticas e Transparência de Informações Socioambientais”, incorporando diretamente esta solicitação. Numa evolução do que já praticava, o regulador passou a solicitar às companhias se estas divulgavam informações socioambientais, que metodologia adotavam, se as informações eram auditadas ou revisadas por entidade independente e onde podiam ser encontradas. Sendo assim, não havia mais necessidade da BM&FBOVESPA ser a responsável por fazer esse pedido de *disclosure*, e o compromisso das companhias passou a ser diretamente com o regulador. No entanto, ainda não havia previsão em norma da CVM de necessidade de explicação por parte dos emissores caso não fornecessem essas informações.

Devido ao sucesso da iniciativa³⁰, posteriormente, em 2017, a B3 lançou, também em associação com a GRI, uma nova iniciativa no modelo “relate ou explique”, denominada de “Relate ou Explique para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável”, com a finalidade de recomendar às companhias listadas na aludida bolsa de valores a informarem anualmente, via item 7.8 do Formulário de Referência vigente à época, se os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável estabelecidos pela ONU são levados em consideração em seu relatório de sustentabilidade. À semelhança da iniciativa anterior, caso estas não o façam, a B3 solicita que essas companhias indiquem o motivo (CHAVES; FLORES; SANTOS, 2018, p. 451). Também em 2017, a CVM deu o primeiro passo para incorporar o modelo “relate ou explique” com a publicação da Instrução CVM nº 586, que, como visto anteriormente, seguiu o referido modelo estabelecendo que as companhias não são obrigadas a seguir as diretivas do Código Brasileiro

³⁰ Sobre os resultados da iniciativa de divulgação informacional no Brasil, no âmbito autorregulatório, Chaves e Flores (2016, p. 275) assim historiam: "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."

de Governança Corporativa, mas devem explicar o motivo de não terem adotado determinadas práticas.

Novamente é possível ver a história se repetir, uma vez que diante da alteração no Formulário de Referência promovida pela Resolução CVM nº 59/21, a CVM começa agora a exigir a indicação de se o relatório da companhia considera os ODS estabelecidos pela ONU e quais seriam os ODS materiais observados pela emissora. Ademais, de forma ainda mais notável e inovadora, conforme visto acima, a CVM ampliou as espécies de caso nos quais são necessários uma justificativa do emissor diante da hipótese de não cumprimento de algumas solicitações presentes na nova estrutura do Formulário de Referência.

Tais alterações normativas demonstram o atual objetivo do ente regulador em adotar uma postura de ponderada intervenção direta em relação ao *disclosure* ambiental (MELLO, 2022, p. 100). Pode-se concluir que, mais uma vez, a CVM se preocupou em considerar os custos de observância para o cumprimento das regras informacionais e buscou estimular a transparência ambiental incentivando o mercado a exercer pressão sobre as companhias abertas sobre explicações relativas a suas atividades de acordo com as situações que fossem se mostrando necessárias. No entanto, ao permitir que a divulgação das informações mencionadas sejam voluntárias, a CVM perpetua a lacuna de padronização do regime de *disclosure* ambiental no Brasil, uma vez que a utilização de conceitos amplos e metodologias distintas impede que investidores comparem as estratégias e os compromissos socioambientais assumidos. Sem uma mínima padronização de critérios, a comparação entre os melhores investimentos sob a perspectiva ambiental é inviabilizada. Portanto, o ideal, então, seria o estabelecimento de critérios objetivos para a divulgação de informações sustentáveis por parte da CVM, ao menos padronizando companhias que atuassem em uma mesma região e setor.

4.6. Os fatores de risco

O tópico sobre os fatores de risco da companhia emissora foi mantido no item 4 do novo formulário, no entanto, recebeu modificações sutis na nova estrutura no que tange à divulgação de aspectos ambientais: no novo item 4.1, ocorreu a inclusão das categorias de fatores de risco de questões ambiental, no subitem “k”, bem como a criação do subitem “l”, destinados às

“questões climáticas, incluindo riscos físicos e de transição”. Ainda no tópico 4, houve a relevante inclusão de duas notas de rodapé ao item 4.1. A primeira destaca que a lista apresentada de potenciais riscos possui caráter mínimo e, portanto, não é exaustiva, obrigando o emissor a indicar expressamente, caso considere inexistir riscos, a ausência de fatores de risco relevantes associados aos subitens indicados na lista. Ademais, a mesma 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 à 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. As aludidas inovações trazidas pela Resolução CVM nº 59/21 ao Formulário de Referência revelam-se particularmente importantes no *disclosure* de riscos empresariais, uma vez que evita a conduta de publicação de grandes quantidades de informes irrelevantes, que desviariam a atenção dos *stakeholders* dos documentos informativos 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 pertinente.

As referidas atualizações no tópico 4 do formulário demonstram uma mudança relevante em relação à postura dos emissores no que se refere à necessidade de análise e de divulgação dos fatores de risco ambiental e climático advindos de suas atividades empresariais. Ademais, a inclusão das notas de rodapé citadas manifesta uma nítida intenção do regulador em destacar a transparência quanto aos riscos das atividades empreendidas pela emissora, promovendo o Formulário de Referência novos patamares de *disclosure* em relação aos riscos ambientais e climáticos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo desse contexto, o presente trabalho analisou, no âmbito brasileiro, os principais dispositivos da normatização legal e infralegal, esta elaborada pela Comissão de Valores Mobiliários, relacionados ao regime informacional das companhias abertas, com foco no *disclosure* ambiental, isto é, a publicização de informações das companhias relacionadas aos riscos, às contingências e às práticas que envolvam matérias ambientais.

Devido ao avanço da discussão de temáticas ambientais, provocando uma pressão cada vez maior por parte dos *stakeholders*, o presente estudo buscou questionar se as normas vigentes, sobretudo as infralegais editadas pela CVM, eram suficientes para contemplar uma ampla gama de interesses envolvidos e a transparência necessária para evitar a fraude de dados.

Para tanto, foram analisadas Instrução CVM nº 358/2002, a Instrução CVM nº 400/2003 e Instrução CVM nº 480/2009, assim como suas principais substituições, a fim de compreender a trajetória da regulação do *disclosure* ambiental no Brasil. Foram estudados os instrumentos informacionais implementados pelas referidas instruções, sendo eles a divulgação de fato relevante, o prospecto e o Formulário de Referência.

Verificou-se que a regulação do *disclosure* ambiental brasileira, na perspectiva da regulação infralegal mediante normatização da CVM, contemplava, até 2021, exigências de divulgação ambiental relacionadas a riscos genéricos das atividades econômicas realizadas pelas sociedades empresárias emissoras de valores mobiliários, de acordo com as disposições então existentes nas referidas instruções e instrumentos acima indicados.

Diante desse cenário, percebeu-se que o *disclosure* ambiental carecia de uma modificação, a fim de abranger a divulgação de novas informações que contribuiriam para uma maior transparência e clareza dos riscos, impactos e práticas ambientais de cada companhia. Nesse contexto, a Resolução CVM nº 59/21 foi editada trazendo novas exigências de dever de informação contidas no Formulário de Referência.

Pela análise contida no presente estudo, concluiu-se que a Resolução CVM nº 59/2021 trouxe inovações no âmbito do *disclosure* ambiental, ampliando os questionamentos a serem

feitos às companhias e buscando se adequar a alguns padrões de divulgações internacionais. Essas novidades ajudam os *stakeholders* a terem uma maior noção de quais são os objetivos da companhia em relação à questão ecológica, de quais são resultados de suas práticas no meio ambiente e se estas sociedades empresárias estão em consonância com as principais questões discutidas no mundo em relação a esse tema.

No entanto, o regulador brasileiro optou por estabelecer parâmetros obrigatórios mínimos, sobretudo quando se trata de riscos ambientais relevantes decorrentes da atividade da companhia, e escolheu demais incentivos quanto ao tratamento mais complexo e detalhado do *disclosure* ambiental, por meio da adoção da política do “Relate ou Explique”, deixando que o interesse do mercado em saber se tais práticas são aplicadas nas companhias abertas seja uma força que provoque a divulgação de tais dados por essas sociedades.

Por um lado, a prática da divulgação voluntária considera a dificuldade que muitas sociedades empresárias podem ter para bancar os custos de observância para a divulgação de todas essas informações, tendo em vista as despesas geradas pela coleta e tratamento desses dados, buscando uma equalização entre os custos de observância e a transparência. Em contrapartida, ao não optar pela obrigatoriedade da divulgação de fatos mais específicos e em conformidade com alguns padrões internacionais, perpetua-se a dificuldade de uma avaliação mais objetiva e comparativa dos dados divulgado pela falta de metodologia e padrões homogêneos, possibilitando uma diminuição de confiabilidade nos relatórios, o que entrava a inserção dos parâmetros ASG na análise de valor das companhias.

Pode-se concluir, em resposta à pergunta de pesquisa que motivou o presente trabalho, que a reestruturação do Formulário de Referência possibilitou a expansão da transparência acerca do *disclosure* ambiental e, principalmente, aproximou ainda mais o ordenamento jurídico brasileiro da discussão mundial sobre questões ecológicas, espelhando-se em algumas tendências de *disclosure* internacionais e garantindo níveis razoáveis de divulgação de aspectos ambientais pelas companhias abertas presentes no mercado de capitais do Brasil. Por ser um tema relativamente novo a ser discutido, essa reformulação pode ser entendida como uma porta de entrada para um longo caminho de amadurecimento que a regulação do mercado de capitais ainda tem a percorrer no Brasil acerca dos aspectos ASG.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 02 nov. 2022.

_____. **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: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 02 nov. 2022

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 02 nov. 2022.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v. 3. São Paulo: Saraiva, 1997.

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.

CHAVES, Vinicius Figueiredo; FLORES, Nilton César da Silva; SANTOS, Roberta Maria Costa. **Relate ou explique: o papel indutor da sustentabilidade empresarial pela instituição administradora do mercado de valores mobiliários brasileiro**. Revista Internacional Consinter de Direito, nº VII, 2º semestre de 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 23 nov. 2022.

_____. **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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 25 nov. 2022.

_____. **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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 26 nov. 2022.

_____. **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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst552.html>. Acesso em: 06 dez. 2022.

_____. **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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 30 out. 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 28 out. 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol087.html>. Acesso em: 30 out. 2022.

_____. **A agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. 2022.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf>. Acesso em: 02 out. 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.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais — regime jurídico.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011

FRAZÃO, Ana. **Capitalismo de stakeholders e investimentos ESG.** Jota, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-4-19052021>. Acesso em: 10 nov. 2022.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Report on Sustainability-related Issuer Disclosures.** Final Report. jun. 2021. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2022.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo.** 16. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2003.

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.** 2022. Dissertação (Mestrado em Direito) — Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2022.

PEREIRA, Sheila Shimada Migliozi. **Resolução 59 da CVM publica normas internacionais de divulgação de informações em ESG para Investidores**. Migalhas, 2022. Disponível em: Resolução 59 da CVM publica normas internacionais de divulgação de informações em ESG para Investidores (migalhas.com.br). Acesso em: 05 nov. 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.

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.

SCHRAMM, Fernanda Santos. **Abordagem pragmática da Resolução CVM 59 e das informações ESG**. ConJur, 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jun-26/artx-publico-pragmatico-abordagem-pragmatica-resolucao-cvm-59-informacoes-esg#:~:text=A%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CVM%2059%20exige,voltadas%20%C3%A0%20gest%C3%A3o%20de%20riscos>. Acesso em: 28 out. 2022.

STIGLER, George. **The economics of information**. *The Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago Press, v. 69, 1961.

ZANOTTA, Alexandre et al. **Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005