

A OBRIGAÇÃO DE TRANSPARÊNCIA QUANTO AOS RISCOS EMPRESARIAIS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: A NECESSIDADE DO *DISCLOSURE* AMBIENTAL, A REGULAÇÃO PELA CVM E A AUTORREGULAÇÃO

THE OBLIGATION OF TRANSPARENCY CONCERNING BUSINESS RISKS IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET: THE NEED FOR ENVIRONMENTAL DISCLOSURE, THE CVM REGULATION AND THE SELF-REGULATION

ÁLISSON JOSÉ MAIA MELO

Doutor pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professor permanente do Programa de Pós-Graduação em Direito do Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7). Especialista em Direito Tributário pela UNI7. Analista de Regulação da Agência Reguladora do Ceará (ARCE). Advogado. E-mail: alisson@uni7.edu.br. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5811851978196829>. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8453-8884>.

LEON SIMÕES DE MELLO

Mestre pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Especialista em Direito Imobiliário pela Fundação Escola Superior de Advocacia do Estado do Ceará (ESA/CE). LL.M. em Business Law e Gestão na Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Bacharel em Direito pela UFC. Advogado. E-mail: leonmello@live.com. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2622023928810209>. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0629-994X>.

RESUMO

Objetivo: O objetivo geral da pesquisa consiste em fortalecer a normatividade do *disclosure* ambiental no âmbito do mercado de capitais. Como objetivos específicos, busca-se defender a importância da transparência das informações no mercado de capitais como instrumento de proteção do investidor e que propicia melhores créditos, demonstrar a aplicação do direito fundamental ao meio ambiente ecologicamente equilibrado para o mercado de capitais e indicar a evolução do *disclosure* ambiental no âmbito da CVM e pelos próprios agentes do mercado de bolsa de valores.



Método: A pesquisa adota uma abordagem dedutiva, tendo como premissa maior a aplicação do direito fundamental ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, que possui repercussões para a ordem econômica, em diálogo com a função social da propriedade, e como premissa menor o dever de divulgação de informações relevantes como mecanismo de proteção do investidor no mercado de capitais, para se concluir pela defesa, com legitimidade constitucional, do *disclosure* ambiental. Num segundo momento, adotando-se o método indutivo de forma acessória, são recolhidas evidências do desenvolvimento dessa ferramenta no mercado de capitais brasileiro, através de normativas da CVM e dos agentes do mercado.

Resultados: A atual regulamentação da CVM quanto ao dever de divulgação no mercado de capitais abrange importantes aspectos de *disclosure* ambiental, além de tal entidade prestar relevante papel por via de sua atuação fiscalizatória, possibilitando uma maior concretização do princípio protetivo ambiental no âmbito do mercado de capitais. A autorregulação do mercado também vem propiciando maiores níveis de *disclosure* ambiental.

Contribuições: Demonstra-se que o dever de *disclosure* ambiental, que já poderia ser deduzido das normas constitucionais, vem se tornando uma exigência cada vez mais evidente no mercado de capitais brasileiro, seja pela atuação da CVM na regulação dos agentes, seja pela atuação dos próprios agentes, através de suas associações, das bolsas de valores e das empresas emissoras de títulos.

Palavras-chave: Mercado de capitais; Divulgação de informações; Proteção ambiental; *Disclosure*.

ABSTRACT

Objective: In this context, the general objective of the research is to strengthen the normative nature of environmental disclosure within the scope of the capital market. As specific objectives, it seeks to defend the importance of transparency of information in the capital market as an instrument of investor protection and that provides better credits, demonstrate the application of the fundamental right to an ecologically balanced environment for the capital market and indicate the evolution of environmental disclosure within the scope of the CVM and by the stock exchange market agents themselves.

Method: The research adopts a deductive approach, having as a major premise the application of the fundamental right to an ecologically balanced environment, which has repercussions for the economic order, in dialogue with the social function of property, and as a minor premise the duty of disclosure. of relevant information as a mechanism to protect investors in the capital market, to conclude by defending, with constitutional legitimacy, environmental disclosure. In a second moment, adopting the inductive method as an accessory, evidence of the development of this tool in the Brazilian capital market is collected, through CVM regulations and market agents.

Results: The current regulation of the CVM regarding the duty of disclosure in the capital market covers important aspects of environmental disclosure, besides that such entity provides a relevant role through its oversight activity, enabling a greater



realization of the environmental protection principle in the scope of the capital market. The self-regulation of the market has also been providing higher levels of environmental disclosure.

Contributions: It demonstrates that the duty of environmental disclosure, which could already be deduced from the constitutional norms, has become an increasingly evident requirement in the Brazilian capital market, either through the role of the CVM in the regulation of agents, or through the actions of the agents themselves, through its associations, stock exchanges and securities issuing companies.

Keywords: Capital market; Dissemination of information; Environmental protection; Disclosure.

1 INTRODUÇÃO

A proteção ao meio ambiente, nos últimos decênios, cresce em importância nos âmbitos de discussão doméstico e internacional, nos mais diversos foros, especialmente em decorrência da aceleração econômica em escala global, o que incrementou o processo, ainda infindo, de desenvolvimento transnacional de grandes conglomerados privados dos mais diversos setores (SILVESTRE FILHO; FERREIRA, 2019, p. 20-23), daí decorrendo o acréscimo dos riscos ambientais, agora em patamares cada vez mais abrangentes (CARVALHO; PILAU SOBRINHO; ZIBETTI, 2017).

No decorrer do desenvolvimento do constitucionalismo contemporâneo, o Direito Privado foi embebido de um novo vetor de interpretação e de um novo significado, saindo de seu hermetismo exclusivamente regulatório das relações privadas – sob o ângulo primordial da proteção aos direitos dos particulares em face de outros sujeitos privados – e abrindo-se para receber os influxos principiológicos e programáticos da Constituição, impregnando-se, desta forma, da necessidade de interpretação e aplicação consoante os ditames dos deveres constitucionais (SARMENTO, 2003; TEPEDINO, 2012), incluindo nestes deveres a proteção ao meio ambiente ecologicamente equilibrado (MARQUES JÚNIOR, 2013, p. 327-329).

Disso decorre a necessidade de maior atenção aos mecanismos jurídicos existentes no ordenamento jurídico privado brasileiro que possibilitem a concretização dos princípios fundamentais da Constituição de 1988 e dos objetivos do Estado brasileiro.



De outro lado, o mercado de capitais, sendo o âmbito de circulação de valores mobiliários destinados à captação e alocação de recursos de poupadores e investidores para o setor produtivo – cujo mercado acionário, personificado pelas bolsas de valores, é o seu ramo mais evidente –, afigura-se como uma importante seara jurídico-econômica na qual o desenvolvimento econômico do País se fundamenta, considerando que, atualmente, os agentes econômicos estão vinculados, direta ou indiretamente, à dinâmica do mercado de valores mobiliários (CAMPINHO, 2017, p. 59). Para os fins desta investigação, adotam-se as expressões “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários” como sinônimos (EIZIRIK et al., 2011, p. 17).

Entre os mecanismos existentes no mercado de valores mobiliários, o dever de informação – obrigação dos agentes econômicos que se utilizam do mercado para captar recursos – pode ser vislumbrado, a partir da nova perspectiva já mencionada, como potencial vetor de concretização do princípio constitucional de proteção ao meio ambiente. Considerando que as sociedades anônimas que ofertam seus valores mobiliários para circulação ao público e se utilizam do mercado de capitais para angariação de recursos influem na esfera jurídico de inúmeras pessoas, possuem, assim, diversos deveres para com os seus acionistas, especialmente em relação aos pequenos e médios investidores, e com o público em geral (SANTOS, 2015, p. 47-48).

Em decorrência desta situação, a regulamentação do mercado de capitais foi projetada para buscar a máxima transparência de seus atores, possibilitando a tomada de decisão consciente dos potenciais investidores (MARCO, 2010, p. 16).

Ocorre que, cada vez mais, a necessidade de transparência oriunda do dever de informação perpassa não só os dados meramente contábeis e financeiros das empresas, mas também outros aspectos que podem influenciar a atividade empresarial, analisada sob o prisma de sua função socioambiental. Isso importa no dever de informar os fatos social ou ambientalmente relevantes decorrentes da atividade da empresa, inclusive todas as contingências negativas envolvendo os mais diversos âmbitos de atuação da companhia (CAMPOS; LEMME, 2009).

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



Deve-se buscar, então, perquirir – a partir de uma abordagem dedutiva com revisão da literatura especializada, eminentemente no âmbito nacional – o papel da legislação de regência do mercado de capitais e da Comissão de Valores Mobiliários, ente regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários brasileiro, em relação ao cumprimento do dever de informação relativa aos riscos ambientais da atividade empresarial.

O desenvolvimento da pesquisa está organizado em três partes. Na primeira, aborda-se a dinâmica no mercado de capitais entre a transparência da atividade empresarial e os mecanismos para a proteção do investidor, na busca da redução das assimetrias de informações. Na segunda parte, busca-se interpretar o mercado de capitais à luz do princípio da função socioambiental da empresa e a repercussão para a divulgação de dados relacionados aos riscos ambientais. Por fim, discute-se, por um lado, o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na regulação do tema e, por outro lado, a possibilidade de autorregulação promovida pela própria agenda empresarial e de investimentos (associações, bolsas de valores e emissores), influenciada pela busca de padrões de excelência internacional.

2 A TRANSPARÊNCIA QUANTO AOS RISCOS EMPRESARIAIS E A PROTEÇÃO DO INVESTIDOR

A transparência quanto às informações pertinentes às sociedades anônimas de capital aberto¹ é fundada nas diversas funções relevantes que a comunicação informacional possui para o regular funcionamento do mercado de capitais: além de sua função mais notável, isto é, de ser um meio de proteção aos investidores dos valores mobiliários ofertados no mercado, também possui diversas outras, como a administração dos conflitos de agência, a gestão da seleção adversa de emissores de valores mobiliários, a fiscalização e o direcionamento dos entes reguladores e autorreguladores do mercado de capitais, a responsabilização dos agentes participantes do mercado de valores mobiliários e a manutenção da confiança dos

¹ A companhia aberta, no conceito adotado pelo art. 4º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), e pelo art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), é aquela que tem seus títulos admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, como, mas não se limitando a, ações negociadas na bolsa de valores.



investidores e potenciais investidores no mercado de capitais (ALBANEZ; VALLE, 2009).

O princípio do *full disclosure* – sendo este o princípio segundo o qual as empresas devem manter um alto nível de transparência quanto às suas informações (CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 145) – mostra-se basilar ao funcionamento dos mercados de capitais atuais, devendo-se investigar, de início, a obrigação jurídica de divulgação dos fatores de risco das atividades empresariais das companhias abertas.

2.1 OS RISCOS EMPRESARIAIS: A INCERTEZA DO MERCADO

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

Da atividade empresarial – sendo esta a atividade exercida na alocação e na organização de capital e trabalho para a produção de produto ou prestação de serviço com a finalidade de geração de lucro (DINIZ, 2018, p. 392) – decorre, por sua natureza, diversos tipos de riscos de variados graus que devem ser considerados e conhecidos pelos potenciais investidores das companhias abertas, para que possam realizar a decisão de investimento de forma consciente, além de permitir a fiscalização e a pressão da companhia quanto aos níveis e tipos de riscos por ela incorridos, possibilitando, a médio e longo prazo, a melhor gestão ou eliminação de certo riscos.

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



a divulgação do 'quadro demonstrativo de análise de sensibilidade'. (TANJI, 2009, p. 83)

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

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

O Estado, em sua função regulatória, visa a subsidiar, quanto às opções pelos riscos a serem aderidos pelos investidores, os participantes do mercado de capitais, evitando a atuação direta do ente estatal na análise e na decisão de investimento, deixando o sopesamento do risco e do proveito aos agentes privados.

L. LEÃES ressalta que quando da discussão acerca da orientação regulatória a ser adotada no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, os defensores do sistema de divulgação obrigatória de informações reputaram-no como uma antítese de uma abordagem intervencionista, pois, adotando-se o sistema sugerido, não caberia ao Estado intervir no mercado de valores mobiliários, mas apenas supervisionar a referida prestação de informações, permitindo, de modo geral, a livre atuação dos agentes no referido mercado. Entretanto, conforme apontado pelo referido autor, a ausência de uma intervenção direta do Estado no mercado de valores mobiliários não significa uma concessão às ideologias liberais, na medida em que a abordagem dos normativos norte-americanos reguladores do mercado de valores mobiliários representa uma clara técnica legal de dirigismo econômico, uma vez que **[n]uma economia concentrada, o Estado intervém, não apenas como elemento de atuação no processo econômico [...] mas também como agente normativo, impondo regras de conduta à vida econômica [...]. Ora, como 'agente normativo', o Estado reproduz no seu desenvolvimento histórico, a passagem do Estado liberal para o Estado intervencionista e social, ampliando o seu**



papel de neutro mantenedor da ordem pública para o de promotor da ordem econômica e social. Assim, a polícia administrativa do mercado de valores, ainda que exercida segundo o sistema do 'full and fair disclosure', não deixa, na verdade, de inscrever-se como mecanismo de economia dirigida', orientando-se 'no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada não se faça sem a 'revelação total e honesta de informações' ao mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo'" (PITTA, 2013, p. 61, grifos no original).

Desta forma, a divulgação informacional se reveste de claro interesse público, haja vista a necessidade de conhecimento e fiscalização, pelo investidores e demais interessados – acionistas minoritários, fornecedores, credores, funcionários, consumidores e a comunidade em geral (*stakeholders*) –, acerca dos riscos dos negócios empreendidos, especialmente quando tais contingências podem vir a afetar o direito difuso fundamental, das atuais e futuras gerações (SARLET; FENSTERSEIFER, 2012, p. 144-145), ao meio ambiente equilibrado, conforme insculpido na Constituição Federal de 1988, em seu artigo 225.

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

Sob o ponto de vista da ordem econômica, cujos princípios estão sistematizados no art. 170 de Constituição, o compromisso constitucional de sustentabilidade, em outras palavras, a preservação do meio ambiente para as presentes e especialmente para as futuras gerações, exerce normatividade sobre os demais elementos dessa ordem. Nesse contexto, a livre iniciativa, a propriedade privada e a livre concorrência verdadeiramente se legitimam, e o Estado procurará fomentar, na medida em que fortalecem a melhoria das condições de salubridade ambiental em seus processos produtivos. Por conseguinte, a divulgação de dados ambientais, reduzindo-se a assimetria de informações, não apenas perante o Estado



fiscalizador mais incluindo os demais agentes econômicos com os quais a empresa se relaciona, passa a ser um imperativo no desenvolvimento do mercado nacional.

2.2 A PROTEÇÃO AO INVESTIDOR: MECANISMOS LEGAIS E A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Mas não só aos investidores no mercado de capitais interessa as informações divulgadas pelas companhias abertas. Como acima dito, as companhias possuem diversos outros feixes de interesses ligados às suas atividades que necessitam de amparo por via da transparência informacional (*disclosure*): aos acionistas minoritários, em face dos conflitos de agência existentes com o bloco controlador da companhia ou com a sua administração; aos credores e fornecedores, que buscam, cada vez mais, conhecer as contingências e os riscos, não só financeiros, das empresas com que possuem negócios; aos funcionários e aos consumidores, haja vista o caráter de hipossuficiência da relação; e a comunidade em geral, considerando que as atividades empresariais, especialmente em larga escala, perpassam o mero interesse particular de seus agentes.

Deste modo, a normatização do *disclosure* obrigatório teve seu desenvolvimento vinculado à disciplina legal das sociedades empresárias e do mercado financeiro. Na década de 1960, dentro do plano desenvolvimentista dos governos da época, foi sancionada a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que tratou de disciplinar o mercado de capitais brasileiro, sendo conhecida como Lei do Mercado de Capitais, sendo importante passo na regulamentação do mercado de valores mobiliários, pois alicerçou os princípios e os fundamentos básicos de tal ambiente jurídico, entre os quais o dever de divulgação de informações. Constata-se este intuito logo no artigo 2º da referida lei, que enumera suas finalidades, bem como nos artigos 20 e 21, que regulam o *disclosure*, especialmente no âmbito da emissão de títulos e valores mobiliários.

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



IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas [...]. Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a: I - informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial; II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro; III - casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro. Art. 21. Nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central. (BRASIL, 1965)

Após rápido crescimento da atividade no mercado de capitais em seguida ao sancionamento da Lei nº 4.728/1965, o Brasil passou, no início da década de 1970, por grave crise monetária, decorrência de uma bolha nas bolsas de valores em 1971 e, posteriormente, forte queda das cotações nos títulos e valores mobiliários ofertados, afastando os investidores do ainda incipiente mercado bursátil brasileiro (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2009, p. 13). Em resposta à situação, foram editadas duas leis: a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que, além de incrementar a regulação do mercado de capitais, criou, nos moldes da *Securities and Exchange Commission* (SEC) norte-americana, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que estabeleceu o novo estatuto das sociedades por ações.

A Lei nº 6.385/1976, instituindo os objetivos da CVM, em seu artigo 4º dispõe acerca da essencialidade da divulgação informacional para a tomada consciente de decisão dos investidores e o impedimento de ocorrências de fraudes.

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

Da mesma forma, a Lei nº 6.404/1976, disciplinando as sociedades anônimas em geral, trata, no artigo 157, do importante dever societário de informar, que, no âmbito do mercado de capitais, é consubstanciando na divulgação das informações



ao público, impondo às companhias abertas o regime de divulgação obrigatória e periódica de informações relevantes, bem como o cumprimento da regulamentação editada pela CVM.

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

A legislação que rege o mercado de capitais e as sociedades anônimas é, de forma sistemática, clara quanto à adoção do regime de *disclosure* obrigatório para a inserção das empresas no mercado de valores mobiliários, delegando à CVM a regulamentação minuciosa de tal dever e a fiscalização do cumprimento destas regras. O propósito desse regime é resguardar a confiança dos investidores e proteger o mercado de capitais dos *insiders* e a manipulação de informações privilegiadas (ALVES; SILVA, 2021, p. 98).

3 APLICAÇÃO DO PRINCÍPIO DA PROTEÇÃO AMBIENTAL NO CONTEXTO DO MERCADO DE CAPITAIS

O princípio constitucional da proteção ao meio ambiente, norma de caráter fundamental, cuja essencialidade vem sendo cada vez mais declarada e reconhecida pela doutrina e pela jurisprudência pátrias, para sua plena eficácia, deve ser aplicado às mais diversas relações jurídicas, especialmente àquelas potencialmente causadores de impactos ambientais, como é o caso da atividade econômica.

A primeira parte do art. 225, mais genérica, descreve um direito constitucional de todos, o que, apesar de não estar ele localizado no capítulo dos direitos e



deveres individuais e coletivos, não afasta o seu conteúdo de direito fundamental. Este direito é explicitado como sendo simultaneamente um direito social e individual, pois deste direito de fruição ao meio ambiente ecologicamente equilibrado não advém nenhuma prerrogativa privada. Não é possível, em nome deste direito, apropriar-se individualmente de parcelas do meio ambiente para consumo privado. O caráter jurídico do 'meio ambiente ecologicamente equilibrado' é de um bem de uso comum do povo. Assim, a realização individual deste direito fundamental está intrinsecamente ligada à sua realização social. (DERANI, 2008, p. 245)

A defesa do meio ambiente, dever do Estado e da coletividade, na expressa dicção do art. 225, vai dialogar com os demais fatores econômicos no art. 170 da Constituição, ao lado da função social da propriedade. Tanto o capital quanto o investimento, como expressões da propriedade privada atreladas às atividades empresarial, perpassam pelo compromisso constitucional decorrente desse direito fundamental, impondo aos agentes econômicos, inseridos na coletividade, deveres e limitações na utilização dessa propriedade.

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

Dessa forma, a legislação pertinente ao mercado de capitais deve ser interpretada também sob o prisma da efetivação dos princípios basilares da Constituição Federal, como a proteção à livre iniciativa e o patrocínio do desenvolvimento econômico, bem como a proteção ambiental e o princípio da solidariedade social, do que decorre, inclusive, a construção dos conceitos jurídicos de função socioambiental da propriedade e, por conseguinte, da empresa.

Em verdade, compreende-se que a função social da propriedade repercute sobre a empresa no que se refere: (i) ao exercício da atividade empresarial, inclusive sobre os bens que compõem o estabelecimento empresarial; e (ii) ao exercício do direito de propriedade sobre as parcelas que compõem o capital social, ou seja, a propriedade de quotas e ações. [...] O empresário individual ou a sociedade empresária, como organização jurídica da empresa, sujeitos de direito e proprietários do acervo de bens direcionados ao exercício da atividade empresarial, através de seus controladores (majoritários) e/ou administradores, têm o dever de concretizar a função social da empresa, levando a que a atividade econômica empresarial seja realizada em sintonia com os padrões definidos pela ordem jurídica do mercado. Ao proprietário de



parcelas do capital social, bens que se diferenciam dos direcionados à atividade empresarial e que não compõem o acervo da empresa, são imputados deveres em razão da função social que deve nortear o exercício dos direitos de propriedade sobre tais bens, exatamente o que se denomina de propriedade empresária. (MATIAS, 2009, p. 76-77)

Assim, ao ambiente jurídico do mercado de capitais também é direcionada a efetivação do princípio da proteção do meio ambiente. Embora essa conclusão hoje é facilmente deduzida da interpretação constitucional, partindo-se da evolução da função social da propriedade para a função social da empresa, aos olhos do mercado de capitais tradicional, a conclusão é contra-intuitiva, já que não haveria a princípio, de modo imediato, um dever imposto ao mercado de capitais em si. Todavia, o compromisso constitucional se dará de forma indireta, notadamente em relação às companhias emissoras, em relação à necessidade de cumprimento de todas as normas ambientais pertinentes ao desenvolvimento das atividades da empresa.

Essa exigência acaba refletindo-se diretamente, identificando-se no dever de divulgação de informação um importante mecanismo para a concretização do princípio de proteção ambiental no âmbito do mercado de capitais, haja vista que a maior publicização das informações pertinentes aos riscos ambientais decorrentes das atividades empreendidas pelas companhias possibilita a fiscalização, pelos *stakeholders* e pelos entes governamentais, acerca do devido cumprimento das normas ambientais, além de propiciar um ambiente de pressão pelos interessados para a implantação de melhorias quanto à performance ambiental das empresas e possibilitar a criação de diferenciais ecológicos entre as companhias.

3.1 A FUNÇÃO SOCIOAMBIENTAL DAS EMPRESAS E O MERCADO DE CAPITAIS

Em suplantação ao paradigma liberal clássico da função da propriedade privada (e, por conseguinte, da empresa) como direito absoluto do particular em face dos demais, passa-se à preponderância jurídica da função socioambiental da empresa, já que o exercício da atividade econômica deverá ser realizado resguardando-se os direitos dos diversos interessados envolvidos, mesmo que involuntariamente, no contexto empresarial, existindo, assim, não só um direito ao exercício da empresa, mas um poder-dever.



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

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

O conceito comumente utilizado para definir sustentabilidade é o proposto pelo Relatório de Brundtland [...] como sendo a habilidade de “satisfazer as necessidades do presente sem comprometer a habilidade das gerações futuras satisfazerem suas próprias necessidades”. De maneira similar, desenvolvimento sustentável compreende um processo para se alcançar o desenvolvimento humano de maneira inclusiva, interligada, igualitária, prudente e segura [...]. De acordo com a Rede da ONU de Soluções para o Desenvolvimento Sustentável – SDSN [...], o desenvolvimento sustentável somente será alcançado tratando-se holisticamente quatro dimensões da sociedade: desenvolvimento econômico, inclusão social, sustentabilidade ambiental e boa governança. (KAO, 2016, p. 32)²

Diante de tal panorama, as regulamentações envolvendo o mercado de capitais procuram se adaptar para cumprir os anseios do desenvolvimento sustentável, buscando direcionar a atividade econômica das empresas emissoras de títulos ao cumprimento de sua função socioambiental.

Sob este prisma, depara-se, nos últimos anos, várias mudanças, especialmente no âmbito regulamentar da CVM, no que tange ao dever de prestação informacional pelas companhias, no intuito de aprofundar o *disclosure* quanto às questões socioambientais³.

² Para uma crítica deste conceito de desenvolvimento sustentável, ou sustentabilidade, cf. Bosselmann (2015, p. 63-64).

³ Atualmente, encontra-se em curso edital da CVM contendo proposta de mudança em sua Instrução CVM nº 480, com o objetivo de aumentar o *disclosure* obrigatório quanto às informações ambientais das companhias abertas (CVM, 2020).



3.2 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO E SEUS MECANISMOS

O dever de publicização de informações das empresas, notadamente das companhias abertas, é objeto de diversas normas, legais e infralegais, que impõe mecanismos de transparência às atividades empresariais das companhias, por via de ferramentas distintas, mas complementares. Como indicado, a Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 157, estabelece, sob a rubrica de “Dever de Informação”, regras aos administradores de companhias abertas no que tange a situações que demandam a transparência informacional para com os acionistas da sociedade.

Outros deveres informacionais também são verificados em demais dispositivos da mesma lei. Os artigos 176 e seguintes impõem, mesmo às companhias fechadas, a elaboração de demonstrações financeiras, que possibilitam aos interessados uma análise abrangente da situação econômico-financeira da companhia, bem como os artigos 133 e 135, § 3º, que obrigam a divulgação aos acionistas, com antecedência, de documentos pertinentes às deliberações assembleares, e os artigos 116⁴ e 117, que determinam aos acionistas controladores a fiel observância dos deveres legais, incluindo o de informação.

Considerando os interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos que cingem o mercado de capitais e que, rotineiramente, podem entrar em conflito com outros direito coletivos – como é o caso do direito fundamental ao meio ambiente equilibrado –, o legislador brasileiro também instituiu o mecanismo da ação civil pública no âmbito do mercado de valores mobiliários, por via da Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, estabelecendo a CVM como colegitimada, em conjunto com o Ministério Público, para propor tais demandas.

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

⁴ A redação do parágrafo único deste artigo é clara no sentido de que os dirigentes da companhia possuem o dever de resguardar os diversos interesses que circundam a sociedade empresária, abordando sua função social: “Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (BRASIL, 1976b).



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

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

A comunidade em que a companhia está inserida, igualmente, é fator de influência sobre as empresas, especialmente quanto às informações que são divulgadas ao público acerca dos riscos socioambientais que a atividade econômica possa gerar na localidade.

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

O papel da CVM, auxiliado pelos mecanismos acima indicados, desta forma, possui a maior relevância para o cumprimento do dever de informar no âmbito do mercado de capitais:



Nessa toada, a atuação do poder regulamentador, fiscalizador e punitivo desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários é profícua para a proteção dos direitos difusos e coletivos do Mercado de Capitais, especialmente no que tange à igualdade e liberdade econômicas dos investidores. As normas que determinam a transparência e tempestividade das informações dos fatos relevantes das companhias (full disclosure) e a proibição do abuso de informações privilegiadas sobre esses fatos relevantes (insider trading), são aprimoramentos legislativos que geram efetividade aos direitos fundamentais difusos e coletivos, que associados à estabilidade econômica, geram maior confiabilidade e segurança ao mercado, impulsionando a economia brasileira (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 236).

Importa perquirir, então, a atuação da CVM em relação ao *disclosure* empresarial, especialmente no plano de suas funções normativa e fiscalizatória.

4 O PAPEL DA CVM NA NORMATIZAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DO DEVER DE INFORMAÇÃO E A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO

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

Previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei 6.385/76, tais como os artigos 4º, VI, 8º, III, 19, 20 e 22 § 1º, estas disposições delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando a sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas. (BRAGA, 2006, p. 27)

Sobre as funções primordiais das CVM e seu escopo dentro do sistema financeiro nacional, assim aduz Eizirik et. al (2011, p. 259):

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



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

Dessa forma, analisa-se o papel da CVM no que tange à normatização e à fiscalização do dever informacional no âmbito do mercado de capitais brasileiro, decorrentes do seu poder de polícia administrativa.

No presente caso, esse poder de polícia administrativa se manifesta nos regulamentos e atos administrativos que limitam o direito de propriedade e de liberdade individuais para resguardar os interesses difusos e coletivos do mercado. Associado à tutela preventiva, o poder de polícia administrativa também se manifesta na forma repressiva, por meio das sanções administrativas que a CVM pode impor àqueles que atuam e se servem em desalinho ao interesse público do mercado de capitais. (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 231)

Num segundo momento, discute-se acerca da alternativa à regulação estatal, através da autorregulação do mercado de capitais a partir do desenvolvimento de normativos de boas práticas e do cumprimento de códigos de conduta internos.

4.1 CVM E PROTEÇÃO INSTITUCIONAL DO MERCADO DE CAPITAIS: NORMATIZAÇÃO, FISCALIZAÇÃO E SANÇÃO

A CVM, por via de seu poder de polícia administrativa, especificamente no exercício de seu poder normativo (ROSA, 2012, p. 83-84), editou diversas instruções acerca da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, sendo as mais importantes, pela abrangência e profundidade das obrigações instituídas, a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que estabelece regras de divulgação das demonstrações financeiras e sua forma de realização, bem como o importante mecanismo de *disclosure* empresarial constituído no formulário de referência (CVM, 2009), e a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que tem por finalidade disciplinar a divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes para a companhia⁵ (CVM, 2002).

⁵ São considerados atos ou fatos relevantes para as companhias emissoras de valores mobiliários, conforme disciplinado pelo artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, aqueles que possam influenciar, de modo ponderável, a cotação de tais títulos e a decisão dos investidores em relação a negociação destes valores mobiliários.



Como citado, relevante ferramenta informacional da Instrução CVM nº 480/2009 é o formulário de referência (cujo modelo é apresentado no anexo 24 da referida Instrução), que abrange a necessidade de divulgação de diversos tipos de informação⁶, sendo importante destacar a necessidade de divulgação de dados relativos aos fatores de riscos socioambientais (consoante item 4.1.j do referido Anexo 24) e às atividades do emissor quanto a políticas socioambientais (conforme anexo 7.8 do Anexo 24), abrangendo, além da informação relacionada à divulgação em si das informações ambientais da companhia, qual a metodologia utilizada na organização de tais dados, a existência ou não de auditoria de tais informações e o sítio digital onde podem ser encontradas⁷.

Em relação à importância da Instrução CVM nº 358/2002, que estabelece o regime informacional acerca dos fatos relevantes para a companhia emissora, deve-se destacar a redação de seu artigo 2º, que obriga a divulgação de todo fato potencialmente relevante à formação dos preços dos valores imobiliários da companhia e que possam influenciar a decisão dos investidores quanto à negociação de tais títulos.

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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)

Considerando a atual fase de preocupação da comunidade internacional com os riscos ambientais e suas potenciais consequências catastróficas ao planeta, os fatos que importem em repercussões ambientais minimamente consideráveis devem

⁶ O conteúdo do formulário de referência é dividido em 21 seções, em que são distribuídos diversos tipos de informações que devem ser fornecidas, desde aspectos gerenciais, societários, regulamentares e financeiros, até dados relativos aos fatores de riscos empresariais e às atividades do emissor (vide CVM, 2009, anexo 24).

⁷ Impende destacar que, em relação ao último ponto relacionado às políticas ambientais, estas informações não são de divulgação obrigatório, caso a companhia não possua políticas neste sentido. De toda forma, a ausência de políticas ambientais e dados divulgados nesta seara, por si, já são indicativos, para os investidores, acerca da governança ambiental da emissora.



ser tomados como relevantes aos olhos cada vez mais ambientalmente criteriosos dos investidores (BURGESS, 2020).

Assim, a partir dessa obrigação se deve compreender o *disclosure* obrigatório de fatos ambientais sensíveis às atividades da companhia, como a existência de demandas judiciais ou extrajudiciais de caráter ambiental relevante⁸, a ocorrência de incidentes ou desastres ambientais, entre outros acontecimentos que se mostrem pertinentes. Para garantir o cumprimento da lei e da regulamentação disciplinadora do mercado de capitais, a CVM também é imbuída da função fiscalizatória dos agentes envolvidos no mercado, em particular em relação aos emissores de valores mobiliários:

A CVM tem poderes para aplicar a lei de maneira preventiva ou repressiva, pelos meios que lhe foram outorgados pela Lei nº 6.385/1976. O artigo 9º, incisos e § 1º, por exemplo, habilita a CVM a averiguar fatos, investigando-os, e a impor condutas com o objetivo de prevenir ou reprimir danos aos investidores. Portanto, o aludido dispositivo legal expressamente confere à CVM poderes para: (i) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc.; (ii) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações; (iii) requisitar informações a outros órgãos públicos; (iv) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações [...] (EIZIRIK et al., 2011, p. 278).

Dentro da esfera de atuação repressiva da CVM, além da possibilidade de manejo de ação civil pública com objetivo de ressarcimento de danos ambientais, a autarquia possui, como importante mecanismo para cumprimento das obrigações informações, a competência para processar e julgar demandas, de natureza administrativas, com objetivo de investigar e, caso confirmado o ato ilícito, punir eventuais descumpridores das regras de divulgação informacional, mediante Processo Administrativo Sancionador (PAS).

O PAS, inclusive como demonstrado em exemplo acima citado, deve ser visto como importante ferramenta para garantia do cumprimento das regras de divulgação de informações ambientais relevantes, considerando a sensibilidade que tais

⁸ O Processo Administrativo CVM N.º SEI 19957.002632/2017-93 – cujo Parecer do Comitê de Termo de Compromisso data de 11 de dezembro de 2017 –, é bastante didático e exemplificativo, haja vista que a CVM lavrou termo de compromisso para pagamento de multa, pelo então diretor de relações com investidores da empresa investigada, advinda da omissão de divulgação obrigatória de fato relevante, no caso, a existência de procedimento administrativo ambiental perante o Ministério Público do Rio de Janeiro e a realização de Termo de Ajustamento de Conduta com tal *Parquet*, que, caso descumprido, poderia gerar a paralização das atividades de sua unidade fabril mais relevante (CVM, 2017).



informações possuem não só aos investidores do mercado de capitais, mas à toda sociedade.

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

Assim, a atuação fiscalizatória e sancionatória da CVM pode servir para direcionar os agentes do mercado ao maior cumprimento das regras de *disclosure* ambiental, propiciando aumento no nível geral de divulgação de tais informações e, por conseguinte, a transparência ambiental das empresas, por sua vez gerando o maior controle social em face da degradação ambiental.

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

4.2 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO E DEVER DE INFORMAR

Paralelamente à heterorregulação do mercado de capitais por via da legislação e das normatizações da CVM, há, como importante aspecto a ser analisado quanto ao *disclosure*, a autorregulação do agentes envolvidos no mercado, o que pode ocorrer por via de associações de classe – como a Associação Brasileira das



Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), a Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que possuem códigos de conduta destinados aos seus associados –, pelas bolsas de valores e pelas próprias emissoras, por intermédio de obrigações estabelecidas em seus estatutos sociais e acordos de acionistas.

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

No intuito de elevar os níveis de governança corporativa e de transparência, tais entidades privadas buscam, por via da elaboração de mecanismo de autorregulação, impor aos seus associados normas adicionais àquelas existentes na regulamentação estatual, com o objetivo de gerar maior confiança dos investidores nos títulos negociados por emissores aderentes, nas próprias empresas emissoras e, também, no mercado de capitais como um todo. Os *corporate codes of conduct* vêm se apresentando mais eficazes no cumprimento de medidas de preservação e proteção ambientais (ENGELMANN; WILLIG, 2021, p. 88).

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

Outro importante mecanismo elaborado pela B3 (atual denominação da BM&F Bovespa) é o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), experiência também existente em outros mercados estrangeiros, em que se busca avaliar os níveis de sustentabilidade ambiental das empresas, tendo por objetivo "[...] a criação de um



ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável. Ele também busca estimular a responsabilidade ética das corporações” (INFOMONEY, 2019).

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

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

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais, sendo o instituto jurídico-econômico cuja finalidade é a alocação de recursos entre agentes poupadores (os investidores) e os agentes empreendedores (as empresas emissoras de títulos), possui essencial relevância no desenvolvimento econômico nacional, logo constituindo objeto de considerável disciplinamento legal e infralegal, haja vista a necessidade de manutenção da confiança dos investidores (e da comunidade em que está inserida) no mercado para seu regular funcionamento e cumprimento de seus objetivos.

Um dos objetos de maior regulação estatual no âmbito do mercado de capitais diz respeito a importante fator em sua estrutura de funcionamento: o dever de divulgação informacional dos agentes envolvidos no mercado. Assim, neste ponto, mostra-se de crucial importância a transparência das empresas para com os riscos que envolvam sua atividade econômica, considerando que, para existência de confiança no mercado, é imprescindível a presença de um mínimo de *disclosure* que



oportunize a tomada de decisão consciente pelos interessados em investidor no mercado.

Ao longo das últimas décadas, a comunidade internacional passou a centralizar, como objeto de preocupação geral, a questão envolvendo a proteção do meio ambiente, do que decorreu, em nossa Constituição Federal, a previsão de um princípio fundamental ao equilíbrio ambiental, gerando um dever, inclusive no âmbito empresarial, aos agentes públicos e privados de resguardar, em suas atividades, o meio ambiente, o que é evidenciado pelo instituto, reconhecido em nosso ordenamento, da função socioambiental da empresa.

Assim, verifica-se no dever de divulgação de informações um importante mecanismo de concretização do princípio da proteção ambiental no âmbito do mercado de capitais, o que é demonstrado por dispositivos regulamentares, especialmente aqueles inseridos nas Instruções CVM nº 358/2002 e 480/2009, que impõem a comunicação de dados concernentes aos riscos ambientais da atividade empresária de companhia emissora de valor mobiliário, além de obrigar na divulgação de fatos ambientalmente relevantes relacionados à companhia.

A atuação da CVM no aspecto fiscalizatório e, conseqüentemente, sancionatório se mostra igualmente relevante para o cumprimento de tais deveres e para o aumento nos níveis de *disclosure* ambiental das companhias, podendo-se denotar um importante papel pedagógico da autarquia neste sentido. Como visto, cada vez mais a CVM busca mudanças em sua regulamentação para se adequar aos anseios do próprio mercado com a necessidade de maior transparência ambiental das companhias.

O papel da autorregulação no mercado de capitais também se mostra relevante para o aumento dos níveis *disclosure* ambiental, já que as próprias companhias, como diferencial de mercado ou para se adequar às pressões sociais, vêm aderindo a regras mais rigorosas quanto à transparência informacional ligada ao meio ambiente.

REFERÊNCIAS

ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009.



ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. As funções da informação no mercado de valores mobiliários e sua divulgação obrigatória: análise de decisões judiciais sobre a responsabilidade civil da companhia aberta por violações do dever de informar. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, v. 7, n. 2, p. 96-118, jul./dez. 2021. Disponível em: <https://www.indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/8363>. Acesso em: 31 dez. 2021.

BOSELNANN, Klaus. **O princípio da sustentabilidade**: transformando direito e governança. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

BRAGA, Luiz Otavio Escalier. **Aspectos Legais referentes à informação, à proteção aos minoritários e às novas práticas de gestão como condição de desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro**. 2006. 162 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília: Presidência da República, 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm. Acesso em: 17 jan. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Presidência da República, 1976a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 17 jan. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Presidência da República, 1976b. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 17 jan. 2021.

BRASIL. **Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989**. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília: **Presidência da República, 1989**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17913.htm. Acesso em: 11 fev. 2021.

BUOSI, Maria Eugênia dos Santos. **Estudo de correlação e causalidade entre o desempenho financeiro e de eficiência no combate às emissões de gases de efeito estufa das empresas no Mercado de Capitais brasileiro**. 2014. 110 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

BURGESS, Matthew. Investidores processam Austrália por omitir risco climático nos títulos públicos. **E-investidor**, São Paulo, Comportamento, 10 nov. 2020. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/investidores-processam-australia-por-risco-climatico/>. Acesso em: 15 fev. 2021.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial**: sociedade anônima. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.



CAMPOS, Fabiana Moreno de; LEMME, Celso Funcia. Investimento socialmente responsável no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações brasileiros que consideram questões ambientais e sociais. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 2, p. 286-306, 2009. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/read/article/view/39045>. Acesso em: 31 dez. 2021.

CARVALHO, Sonia Aparecida de; PILAU SOBRINHO, Liton Lanes; ZIBETTI, Fabiola Wust. Globalização e riscos ambientais e ecológicos: consequências da sociedade moderna. **Revista Eletrônica Direito e Política**, v. 12, n. 3, p. 1409-1429, 2017. Disponível em: <https://siaiap32.univali.br/seer/index.php/rdp/article/view/12101>. Acesso em: 31 dez. 2021.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in) eficiência da punição do Insider Trading à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão De Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review**, v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/8770>. Acesso em: 31 dez. 2021.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, ... e dá outras providências. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em 16 nov. 2020.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). **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. Rio de Janeiro: CVM, 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 26 nov. 2020.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Parecer do Comitê de Termo de Compromisso, **Processo Administrativo CVM N.º SEI 19957.002632/2017-93**. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171219_R1/20171219_D0879.html. Acesso em 10 set. 2019.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). CVM lança audiência pública sobre mudanças na Instrução 480. **[Portal da] CVM**, Notícias, 07 dez. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456> Acesso em 10 fev. 2021.

MARCO, Douglas de. A regulação no mercado de capitais: aspectos jurídicos e contábeis da divulgação da informação. **Revista Jurídica da Presidência**, Brasília, v. 11, nº 95, p. 5-34, out. 2009/jan. 2010. Disponível em: <https://revistajuridica.presidencia.gov.br/index.php/saj/article/view/224>. Acesso em: 31 dez. 2021.



DERANI, Cristiane. **Direito ambiental econômico**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.
DINIZ, Maria Helena. Importância da função social da empresa. **Revista Jurídica - Unicuritiba**, v. 2, n. 51, p. 387-412, 2018. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/2815>. Acesso em: 31 dez. 2021.

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

ENGELMANN, Wilson; WILLIG, Júnior Roberto. Constitucionalismo corporativo: entre interesses, inovação e riscos. **Revista Jurídica da FA7**, Fortaleza, v. 18, n. 1, p. 71-91, jan./abr. 2021. Disponível em: <https://periodicos.uni7.edu.br/index.php/revistajuridica/article/view/1211>. Acesso em: 31 dez. 2021.

INFOMONEY. Índice de Sustentabilidade Empresarial ISE. **[Portal do] InfoMoney**, Cotações, 6 out. 2019. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/ise/>. Acesso em: 09 jun. 2020.

KAO, Flavia. **Práticas de governança corporativa em empresas brasileiras e impactos socioambientais**. 2016. 159 f. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Administração, da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 2. v.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antonio. Mercado de capitais como sede dos direitos fundamentais difusos à igualdade informacional e de oportunidades. In: MEZZARROBA, Orides; FEITOSA, Raymundo Juliano Rego; SILVEIRA, Vladimir Oliveira da (Coord.). **Direitos especiais e tutela das minorias na atividade empresarial**. 1. ed. Curitiba: Clássica, 2014, p. 212-238. (Coleção Conpedi/Unicuritiba, 22.)

MARQUES JÚNIOR, William Paiva. Influxos do Neoconstitucionalismo na Descodificação, Micronormatização e Humanização do Direito Civil. **Revista da Faculdade de Direito**, Fortaleza, v. 34, n. 2, p. 313-353, jul./dez. 2013. Disponível em: <http://www.revistadireito.ufc.br/index.php/revdir/article/view/109>. Acesso em: 31 dez. 2021.

MATIAS, João Luis Nogueira. **A função social da empresa e a composição de interesses na Sociedade Limitada**. 2009. 323 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MORAES, Gabriela Bueno de Almeida. **O princípio da precaução no direito internacional do meio ambiente**. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. doi:10.11606/D.2.2011.tde-03092012-111415. Acesso em: 28 maio 2020.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito,



Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

PEIXOTO, Gabriela Costa Cruz Cunha. **Responsabilidade ambiental**: o desafio da empresa contemporânea. 2014. 112 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2014.

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.

SANTOS, Inês Mendes Nunes dos. **O Direito à Informação dos Acionistas**: da necessidade do seu reequacionamento em sede dos grupos *de iure* verticais. 2015. 293 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2015.

SARLET, Ingo Wolfgang; FENSTERSEIFER, Tiago. **Direito constitucional ambiental**: constituição, direitos fundamentais e proteção do ambiente. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

SARMENTO, Daniel. A normatividade da Constituição e a constitucionalização do direito privado. **Revista da EMERJ**, v. 6, n. 23, p. 272-297, 2003. Disponível em: https://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista23/revista23_272.pdf. Acesso em: 31 dez. 2021.

SILVESTRE FILHO, Oscar; FERREIRA, Eduardo Dias de Souza. Globalização e Direito Humano Ambiental. **Revista DIGE - Direito Internacional e Globalização Econômica da PUC/SP**, São Paulo, v. 1, n. 1-Ext, 2019. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/DIGE/article/view/42348>. Acesso em: 31 dez. 2021.

TANJI, Marcia. **Mercado de Capitais brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses**. 2009. 203 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

TEPEDINO, Gustavo. Marchas e contramarchas da constitucionalização do direito civil: a interpretação do direito privado à luz da Constituição da República. **[Syn]Thesis**, v. 5, n. 1, p. 15-21, 2012. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/synthesis/article/view/7431>. Acesso em: 31 dez. 2021.

