

ESG-WASHING NO MERCADO DE CAPITAIS: A (IN) SUFICIÊNCIA DO MODELO “PRATIQUE OU EXPLIQUE”

Aline Paula de Barros (Universidade Presbiteriana Mackenzie)⁶²⁸

Pedro Alves Lacacchini Ramunno (Universidade de São Paulo – USP)⁶²⁹

SUMÁRIO: Introdução. 1. Histórico da regulamentação de *disclosure* no mercado de capitais. 2. Ascensão da regulamentação da divulgação de informações não financeiras. 3. *ESG-washing* no mercado de capitais. 4. Modelo “pratique ou explique”. 5. Resolução CVM nº 59. 6. A obrigatoriedade do *disclosure* de informações climáticas pela SEC e a uniformização do *disclosure* no mercado de capitais: o modelo ideal? 7. O uso disfuncional dos parâmetros ESG e a importância da mitigação do *ESG-washing*: breve análise com base na classificação dos fundos ESG. Considerações conclusivas. Referências bibliográficas.

Resumo:

Este estudo analisa o papel dos instrumentos de autorregulação no combate ao *ESG-washing* no mercado de capitais, abrangendo empresas de capital aberto e fundos de investimento. Por meio de uma análise comparativa dos instrumentos de autorregulação adotados no Brasil, Estados Unidos da América e União Europeia, explora-se a necessidade de maior precisão e transparência nas normas ESG (*Environmental, Social and Governance*), visando à proteção dos investidores e à manutenção de um mercado mais eficiente, bem como sugere-se a reavaliação da regulamentação brasileira que visa combater as práticas que simulam o *compliance* dos emissores de títulos e valores mobiliários com os padrões ESG. O estudo adota a abordagem qualitativa e bibliográfica a partir da análise de instrumentos de autorregulação e das propostas regulatórias, bem como decisões

628 Bacharela em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogada em São Paulo.

629 Bacharel, Mestre em Direito Comercial e Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogado e árbitro

relacionadas à violação das normas ESG, de modo a contribuir para a compreensão do papel desses instrumentos na promoção de um mercado de capitais sustentável.

Palavras-Chave:

ESG-washing. ESG. Mercado de Capitais. Greenwashing. Disclosure.

Abstract:

This research analyzes the role of self-regulation instruments in combating ESG-washing in the capital market, encompassing publicly traded companies and investment funds. Through a comparative analysis of self-regulation instruments adopted in Brazil, the United States of America, and the European Union, it explores the need for greater precision and transparency in ESG (Environmental, Social, and Governance) standards, aiming to protect investors and maintain a more efficient market. The study also suggests a reassessment of Brazilian regulations aimed at combating practices that simulate compliance by issuers of securities with ESG standards. This research adopts a qualitative and bibliographic approach through the analysis of self-regulation instruments and regulatory proposals, as well as decisions related to ESG standards violations, in order to contribute to the understanding of the role of these instruments in promoting a sustainable capital market.

Keywords:

ESG-washing. ESG. Capital Markets. Greenwashing. Disclosure.

INTRODUÇÃO

Este artigo visa estudar o papel dos instrumentos de autorregulação no combate ao *ESG-washing* no mercado de capitais⁶³⁰,

630 Destaca-se que para os fins deste trabalho, utiliza-se a expressão *ESG-washing* para descrever práticas de em que uma empresa ou organização tenta transmitir uma imagem ambientalmente amigável, sustentável ou ética, sem realmente implementar ações concretas nesse sentido. Normalmente as estratégias utilizadas por essas entidades são pautadas em ações de marketing, sendo certo a vertente conhecida

abarcando tanto as práticas de empresas que possuem capital aberto nas bolsas de valores, nacionais e internacionais, quanto dos fundos de investimentos. Para tanto, este estudo realizará uma análise crítica dos instrumentos propostos pela Resolução CVM nº 59, que formaliza o modelo “pratique ou explique” no Brasil, traçando um paralelo com soluções existentes em outros ordenamentos, com especial destaque para os EUA e para a União Europeia⁶³¹.

A ascensão das temáticas ESG (*Environmental, Social and Governance*), que emana da relação simbiótica entre os negócios e a sociedade, tem exigido alterações nos mercados, instituições, políticas e regimes regulatórios⁶³². Nesse cenário, são latentes as inovações normativas que regulamentam as práticas ESG no mercado de capitais, em âmbito nacional e internacional, exigindo primordialmente maior transparência por parte das empresas e dos gestores de fundos de investimento (*mandatory disclosure rules*), visando proteger os investidores do *ESG-washing*, prática representada ora pela divulgação de informações ESG falsas ao mercado, ora pela ocultação de informações que vão contra os padrões ESG (*selective disclosure*).

Também é comum a instrumentalização das práticas ESG pelas companhias com imagem deturpada perante o mercado, as quais simulam medidas sustentáveis visando obter legitimidade institucional e reestabelecer a imagem da empresa⁶³³. Tais práticas são maléficas

como *greenwashing*, relacionada a práticas sustentáveis ou ambientais, é a mais difundida e conhecida.

631 A despeito do referencial a algumas experiências estrangeiras, é importante destacar que este trabalho não se pretende como um estudo de direito comparado. O artifício à comparação jurídica é realizado com finalidade meramente ilustrativa das possíveis soluções que podem ser adotadas para o objeto de estudo aqui proposto.

632 HENDERSON, Rebecca. **Moral Firms?** *Daedalus*, v. 152, n. 1, p. 198-211, dez. 2023 (p. 198-200). MIT Press. Disponível em: https://direct.mit.edu/daed/article-pdf/152/1/198/2072601/daed_a_01979.pdf. Acesso em: 02 abr. 2023. p. 198-200.

633 MUNAIER, Christian Gomes-e-Souza; MIYAZAKI, Fernando Rejani; MAZZON, José Afonso. **Morally Transgressive Companies and Sustainable Guidelines: Seeking Redemption or Abusing Trust?** *Rausp Management Journal*, v. 57, n. 4, p. 413-433, 22 set. 2022. *Emerald*. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rmj/a/w6yXySjJHWrFzb6MhpLXHbc/?format=pdf&lang=en>. Acesso em: 25 ago. 2023. p. 414-419

não somente aos *shareholders*, mas também aos demais *stakeholders*, à medida que promovem a concorrência desleal junto aos concorrentes que efetivamente estão em *compliance* com as práticas ESG⁶³⁴.

Não obstante, as normas vigentes ainda carecem de padrões e métodos de mensuração eficazes das metas ESG, bem como de mecanismos de responsabilização diante do descumprimento de tais parâmetros⁶³⁵. Em decorrência disso, notou-se a viabilidade de conduzir um estudo que investigasse as implicações dessa regulamentação, ao mesmo tempo em que se analisa os meios de responsabilização em face de sua não observância.

O objetivo da pesquisa é conhecer e comparar os instrumentos regulatórios nacionais e internacionais que regulamentam as práticas ESG no mercado de capitais, explorando primordialmente os instrumentos de autorregulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da *European Securities and Markets Authority* (ESMA). Como produto da pesquisa, espera-se identificar e promover uma análise crítica acerca dos instrumentos utilizados para combater o *greenwashing* em âmbito nacional, em comparação àqueles adotados em outros países, no que diz respeito à efetividade dos padrões estabelecidos para análise dos aspectos ESG, além de explorar brevemente os métodos de responsabilização das empresas e gestores de fundos de investimentos diante do descumprimento dessa regulamentação.

Para tanto, o estudo abordará, sequencialmente, o histórico da normatização do *disclosure* no mercado de capitais, que culminou na ascensão do *disclosure* de informações não financeiras e, posteriormente, examina-se a manutenção do *ESG-washing* à luz dessas

634 MARQUIS, Christopher; TOFFEL, Michael W.; ZHOU, Yanhua. **Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing**. *Organization Science*, v. 27, n. 2, p. 483-504, mar. 2016. Institute for Operations Research and the Management Sciences. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/27419737>. Acesso em: 25 ago. 2023. p. 483-488

635 ATCHABAHIAN, Ana Cláudia Ruy Cardia. **ESG Teoria e Prática para a Verdadeira Sustentabilidade nos Negócios**. São Paulo: Expressa, 2022.

normativas. Para uma melhor compreensão dos métodos adotados para a mitigação do desenvolvimento da “lavagem verde”, analisa-se o modelo “pratique ou explique”, adotado pela CVM e pelas autarquias de outras jurisdições, inclusive no âmbito da Resolução CVM nº 59, que representou um marco relevante no que tange à regulação ESG no mercado de capitais. Visa-se, assim, a uma análise crítica acerca desse modelo, que é entendido como insuficiente para, de fato, promover os objetivos pretendidos pelo regulador, o que se fará no decorrer deste trabalho por meio da comparação entre o modelo estabelecido pela CVM e as regras de divulgação de informações climáticas emitidas pela SEC sob a ótica dos mecanismos de padronização do *disclosure*, o que é feito tanto em relação às companhias, como em relação aos fundos de investimento.

Nesse contexto, pretende-se defender a necessidade de maior precisão da norma com relação aos critérios a serem adotados pelas empresas e pelos fundos de investimentos na implementação dos requisitos ESG e na publicização dessas iniciativas ao mercado, o que pode indicar a pertinência de se revisitar os mecanismos de responsabilização desses emissores pelo descumprimento dessas práticas, além de colocar em cheque a real efetividade do modelo “pratique ou explique”.

1. HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DE DISCLOSURE NO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de valores mobiliários é um sistema descentralizado que permite a integração relacional dos seus participantes, cada qual em busca da consecução dos seus objetivos individuais, integrando o chamado sistema de desintermediação financeira. Em relação ao surgimento deste sistema de desintermediação financeira, Juliano Pinheiro aponta, como seus princípios fundantes, (i) contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada;

e (ii) permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, possibilitando a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia⁶³⁶.

Nesse contexto, “a transparência informativa é o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informação”⁶³⁷. Este é, assim, o papel da regulação de mercado de capitais – que se dá tanto por meio de normas legislativas, a exemplo da Lei nº 6.385/1976 (a Lei de Mercado de Capitais), como de normas administrativas, a exemplo das instruções normativas exaradas pela Comissão de Valores Mobiliários e da autorregulação promovida pela B3, visando, justamente, à promoção de um ambiente de negociação de valores mobiliários que dê igual oportunidade de acesso à informação aos seus participantes, sejam eles emissores, intermediadores ou investidores⁶³⁸.

Desse modo, a divulgação de informações no mercado de capitais tem como um de seus objetivos reduzir a vulnerabilidade dos investidores, visando à redução da assimetria informacional, que é inerente ao mercado de títulos e valores mobiliários. Nesse contexto, o *Securities Act* 1933 e o *Securities Act* 1934 foram editados pela SEC com o intuito de regulamentar o *disclosure* obrigatório de informações financeiras, principalmente, e não financeiras (*non-financial*

636 PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais**. 9ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2016. p. 158

637 RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A proteção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001. 37 e ss.

638 Calixto Salomão Filho sustenta: “engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício do poder de polícia. (...) Na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula a sua utilização - impondo preços, quantidade produzida etc. - como quando edita regras no exercício do poder de polícia administrativa” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2ª ed. São Paulo; Malheiros, 2008. p. 20).

information)⁶³⁹, conforme necessário ao interesse público e à proteção dos investidores.

Apesar da regulamentação visar primordialmente à proteção dos investidores⁶⁴⁰, a divulgação de informações tem relevância em diferentes âmbitos do mercado de capitais. À luz de tal perspectiva, a teoria dos mercados eficientes demonstra que existe uma correspondência entre preço efetivo do valor mobiliário e preço esperado pelos investidores, de modo que o custo dos valores mobiliários refletiria todas as informações públicas disponíveis acerca do título⁶⁴¹.

Esse mercado eficiente, todavia, somente seria viável mediante a divulgação de informações imparciais e igualmente disseminadas entre os investidores⁶⁴². Não obstante, os emissores não divulgariam voluntariamente todas as informações às quais têm acesso, sob pena de terem seus valores mobiliários rejeitados, de modo que a divulgação obrigatória de informações surge como uma alternativa para mitigar tal vício de mercado.

Cabe ressaltar que o *disclosure* possibilita que os próprios emissores se beneficiem de tal instrumento, dado que podem se distinguir uns dos outros por meio das informações divulgadas, o que conseqüentemente permite que majorem o preço de seus valores mobiliários com base nessas informações. Por outro lado, o valor do título também poderia ser impactado negativamente em virtude dos dados publicados⁶⁴³.

639 PITTA, André Grünspun. **O regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 86-108.

640 STIGLER, George J. **Public Regulation of the Securities Markets**. The Journal of Business, vol. 37, no. 2, p. 117-142. Chicago: The University of Chicago Press, abr. 1964. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 12 ago. 2023. p. 129-124.

641 FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383, maio de 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 383-391.

642 Ibid.

643 AKERLOF, George A. **The Market for: quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, New York: Oxford University Press,

Na dinâmica de precificação dos valores mobiliários, caso os indivíduos não possuíssem informações suficientes, o mercado de capitais assemelhar-se-ia a um jogo de apostas. Afinal, além de trazer segurança ao mercado, o *disclosure* é importante, inclusive, para a formação de preços justos. A título exemplificativo, se um investidor tem conhecimento de determinado dado acerca da empresa investida, poderá identificar que o preço das ações daquela empresa é muito elevado quando analisados os riscos envolvidos. Por tal razão, a racionalidade do mercado seria garantida pela informação plena de todas as partes⁶⁴⁴, sendo que não à toa é comum a menção de que o mercado de capitais desejado é “como a água”: líquido, transparente e pouco volátil.

Em linha com o abordado acima, a eficiência do mercado somente poderia ser alcançada caso todos os *stakeholders* possuíssem acesso às mesmas informações. Para Bagnoli, essa assimetria informacional constitui uma das falhas de mercado⁶⁴⁵, uma vez que impede que os melhores emissores demonstrem sua vantagem competitiva, resultando em preços semelhantes para os ativos de emissores de alta e baixa qualidade, o que resultaria no afastamento dos bons produtos do mercado⁶⁴⁶.

Dessa forma, a simetria e a qualidade informacional ensejam o desenvolvimento do mercado, atraindo investidores que, com isso, sentir-se-iam mais seguros com a ampliação da transparência, o que, em última instância, demonstra que o pleno compartilhamento de

v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Oxford University Press. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 489-494

644 STIGLITZ, Joseph E. **Information and Capital Markets. In Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner**, ed. W.F. Sharpe and C.M. Cootner, p. 118-158. Nova Jersey: Prentice-Hall, 1982 Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w0678>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 118-158.

645 BAGNOLI, Vicente. **Direito econômico**, 6ª edição. Disponível em: Minha Biblioteca, Grupo GEN, 2013. p. 114-121.

646 AKERLOF, op. cit. p. 489-494

informações contribui para o desenvolvimento de diversos setores da economia⁶⁴⁷.

Sob outra perspectiva, há autores críticos com relação às normas de *disclosure*, dado que acreditam que a regulação seria nada mais do que um produto do mercado, em benefício dos interesses privados, de modo que essas normas, e a disseminação das informações delas derivadas, atuariam em favor dos agentes privados e não do interesse público⁶⁴⁸. Esse cenário representaria um desafio para a teoria dos mercados eficientes à medida que a formação de preços justos somente seria assegurada por meio da divulgação de informações imparciais, conforme abordado acima⁶⁴⁹.

Não obstante, não há que se negar que a regulamentação da divulgação de informações adquiriu nova roupagem nos últimos anos, por meio da atribuição de maior valor ao tema e do foco na divulgação de informações não financeiras, em linha com o que será detalhado a seguir. Ademais, essa nova dinâmica advém da própria perspectiva da governança corporativa dentro das empresas, que hoje não está mais pautada exclusivamente nos interesses internos, mas também nos interesses externos da sociedade, visando, inclusive, à gestão do *short termism*⁶⁵⁰ e à construção de um mercado saudável de longo prazo⁶⁵¹,

647 PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: O Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais.** Coletânea da Atividade Negocial. São Paulo: Universidade Nove de Julho, 2019. Disponível em: http://docs.uninove.br/arte/pdfs/Livro_Direito_2019_verbetes_26022019.pdf. Acesso em: 13 ago. 2023. p. 198-203.

648 Esta leitura é comumente referida como “teoria da captura”. Sobre o tema, v. STIGLER, George J. **The Theory of Economic Regulation.** The Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 2, no. 1, p. 335-358, California: RAND Corporation, outono de 1974. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003113>. Acesso em: 13 ago. 2023. p. 10-13.

649 FAMA, op. cit., p. 383.

650 *Short termism* é um conceito aplicado no âmbito de finanças e negócios, relacionado à prática de focar em resultados e benefícios a curto prazo em detrimento de considerar objetivos e benefícios a longo prazo.

651 FRAZÃO, Ana. **Governança Corporativa e Compliance como Mecanismos para a Superação da Shareholder Theory.** Jota, 02 out. 2019. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>. Acesso em: 15 ago. 2023.

em que os diferentes *players* do mercado se diferenciam não só com base em índices de rentabilidade, mas também por meio de regras e estruturas de governança internas⁶⁵².

A perspectiva acima guarda relação com a concepção de capitalismo consciente ou capitalismo de *stakeholders*⁶⁵³, a qual possui intensa sinergia com a regulamentação do *disclosure* de informações não financeiras no mercado de capitais global, com reflexos importantes na regulamentação brasileira, tal como será abordado adiante.

2. ASCENSÃO DA REGULAMENTAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS

No contexto da União Europeia, o *disclosure* de informações não financeiras é regulado a nível supranacional, por meio de diretivas e acordos, e tem sido o epicentro do desenvolvimento de produtos de investimento sustentáveis⁶⁵⁴. A União Europeia, desde 2014, já contava com a *Non-Financial Reporting Directive*, que impunha a divulgação de informações, em periódicos e documentos de oferta das companhias, com relação à forma de gerenciamento das questões sociais e ambientais.

Em março de 2022, entrou em vigor o *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) na União Europeia, que passa a exigir a divulgação dos riscos e oportunidades sociais e ambientais nas

652 FILHO, Calixto S. **O novo direito societário**. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611522. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 ago. 2023. p. 279-291.

653 Capitalismo de *stakeholders* ou capitalismo consciente é um modelo em que as empresas visam promover valores a longo prazo, sem pretender exclusivamente maximizar o lucro e trazer retorno aos acionistas, mas considerar as necessidades de todas as partes interessadas.

654 MOLNAR, Aladar. **Mandatory ESG Reporting: A Comparative Analysis of Brazil, the United States, and Europe**. SSRN Electronic Journal, 7 abr. 2022. Elsevier BV. Disponível: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849. Acesso em: 17 set. 2023. p. 27-29.

políticas de investimento dos produtos financeiros⁶⁵⁵. Nesse cenário, consequentemente, a ESMA é induzida a também integrar tais fatores ESG no âmbito da sua respectiva esfera de supervisão⁶⁵⁶.

A SEC, por outro lado, exigia poucos requisitos materiais e as informações não financeiras eram divulgadas majoritariamente por meio dos relatórios voluntários de sustentabilidade⁶⁵⁷. Todavia, em 2018, detentores de 5 (cinco) trilhões de dólares em AUM (*assets under management*) direcionaram uma manifestação à SEC, pautada no *Securities Act* 1933 e o no *Securities Act* 1934, atacando os mecanismos voluntários de reporte de sustentabilidade, por meio da qual exigiam a obrigatoriedade de divulgação de informações mais claras, completas e comparáveis pelas companhias⁶⁵⁸.

As empresas Bloomberg e BlackRock também reconheceram a relevância do aprimoramento da divulgação das informações ESG, por meio da alegação de que os dados fornecidos até aquele momento eram insuficientes e dificultavam a percepção de quais informações efetivamente seriam relevantes para as decisões de investimento, o que traria insegurança ao mercado⁶⁵⁹.

655 Veja: ANBIMA. **União Europeia avança na determinação de padrões de divulgação de informações para produtos ASG**. 2021, 31ª edição. Disponível em: https://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/uniao-europeia-avanca-na-determinacao-de-padroes-de-divulgacao-de-informacoes-para-produtos-asg.htm. Acesso em: 5 ago. 2023.

656 MOLNAR, op. cit., p. 27-29.

657 MUSSIO, Donna. HOULIHAN, Mary Beth, and SOUTER, Taylor. **To Lead or Not to Lead: Contrasting Recent Statements by SEC and ESMA Chairs on ESG Disclosure**. 2020. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/16/to-lead-or-not-to-lead-contrasting-recent-statements-by-sec-and-esma-chairs-on-esg-disclosure/>. Acesso em: 25 ago. 2023.

658 EUA. SEC. **Petition for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure from Cynthia A. Williams, Osler Chair in Bus. Law, Osgoode Hall L. Sch. & Jill E. Fisch, Saul A. Fox Distinguished Professor of Bus. Law, U. Pa. L. Sch.** To Brent J. Fields, Sec'y, Sec. & Exch. Comm'n, 02 out. 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

659 Veja: (i) BLACKROCK. **Viewpoint, Exploring ESG: A Practitioners Perspective**, jun. 2016., Disponível em: <https://nordsip.com/wp-content/uploads/2016/11/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023 e (ii) BLOOMBERG. **Impact Report Update 2015**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/company/press/2015-bloomberg-impact-report-a-message-from-our-founder/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

Em linha com a mudança da mentalidade do mercado no que tange ao reforço das regras de *disclosure*, em 2019, a SEC acusou a empresa Vale de fraude e o caso foi julgado no tribunal federal de Nova York⁶⁶⁰. A fraude seria tanto com relação aos relatórios obrigatórios à SEC, quanto às informações ESG que eram voluntariamente divulgadas pela companhia. Em todos os casos, segundo a perspectiva do regulador, a empresa teria se omitido em relação à divulgação dos riscos de colapso da barragem em Brumadinho.

O precedente supracitado evidencia o posicionamento da SEC com relação ao *disclosure* de informações não financeiras, o que, indiretamente, motiva os investidores a tornarem os riscos do negócio públicos quando da divulgação das informações ESG, sejam elas mandatórias ou não, sob pena de caracterização de *greenwashing* na modalidade omissiva⁶⁶¹.

Nesse cenário, o endurecimento das regras de *disclosure* editadas pela SEC representa, na perspectiva do regulador, um mecanismo de proteção aos investidores, às gestoras de fundos de investimento que investem em empresas e às próprias empresas, que passam a ter parâmetros claros e pré-definidos de divulgação.

No cenário brasileiro, por sua vez, as regras de *disclosure* de informações não financeiras possuem como um de seus marcos a Instrução CVM n° 480, de 7 de dezembro de 2009, que já exigia a divulgação de políticas socioambientais e custos de recuperação ambiental no Formulário de Referência. Na sequência, a Instrução CVM n° 552, editada em 9 de outubro de 2014, altera a Instrução CVM n° 480 e passa a exigir, além da divulgação de aspectos de governança, fatores de risco relacionados às características socioambientais da empresa.

660 EUA. SEC. **Vale S.A. Civil Action No. 22-Cv-2405 Complaint Jury Trial Demanded**. Nova York, 20 abr. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-72.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

661 Conforme discutido na Introdução deste artigo, o *greenwashing* pode ser representado ora pela divulgação de informações ESG falsas ao mercado (*greenwashing* ativo), ora pela ocultação de informações que vão contra os padrões ESG (*greenwashing* omissivo ou *selective disclosure*).

No contexto das consultas públicas da norma acima, as práticas ESG eram pouco maduras no mercado brasileiro e a reação dos participantes foi se posicionar em contraposição à divulgação das políticas internas de governança da companhia, ou mesmo das justificativas para que essas não tenham sido adotadas, visto que tais políticas sequer estavam previstas na Lei nº 6.404, de 1976, o que tornaria inconsistente a exigência do *disclosure*⁶⁶². A CVM, todavia, se posicionou no sentido de que as práticas internas de governança seriam inerentes aos deveres fiduciários dos administradores, ainda que não previstas taxativamente na referida lei e, portanto, deveriam ser divulgadas, ou justificadas, ao mercado.

Posteriormente foi publicada a Instrução CVM nº 586, de 8 de julho de 2017, que alterou novamente a Instrução CVM nº 480 e passou a exigir a divulgação, no modelo “pratique ou explique”, da adoção das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC). Tal modelo será abordado brevemente nas próximas seções deste artigo em razão de sua correlação direta com a divulgação de informações não financeiras, no Brasil e em outras jurisdições.

Em 2019, após os escândalos envolvendo as empresas Vale e Petrobras, o tema governança, negligenciado dentre os outros aspectos ESG, passou a ser amplamente discutido no cenário brasileiro⁶⁶³, tópico esse que se desenvolveu ainda mais após o desvio financeiro e contábil da empresa Lojas Americanas, identificado em 2023.

Observa-se que os administradores ainda tendem a se preocupar primordialmente com resultados a curto prazo, de modo que negligenciam os investimentos em sustentabilidade, dado que os resultados são habitualmente não imediatos e de difícil mensuração. Por tal razão, faz-se necessário o aprimoramento constante das

662 BRASIL. CVM. **Processo CVM Nº RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

663 MOLNAR, op. cit., p. 13-20.

políticas de governança das empresas para que desastres ambientais e sociais como aqueles ocorridos em Brumadinho sejam evitados, sob o entendimento de que os riscos do negócio devem ser analisados ante os benefícios a longo prazo.⁶⁶⁴

No contexto do aprimoramento da regulação voltada ao desenvolvimento sustentável, inspirada pelas experiências estrangeiras, a Resolução CVM n° 59, de 22 de dezembro de 2021 revogou a Instrução CVM n° 480, incorporando à regulamentação da autarquia uma maior ênfase na prevenção do *ESG-washing*, alinhando-se às práticas adotadas internacionalmente. A referida resolução visa à promoção da transparência e da padronização da forma de divulgação das informações não financeiras, de maneira a tornar a avaliação dos dados publicizados no mercado de capitais mais racional, contribuindo assim para a formação de preços mais justos.

É relevante destacar que a crescente preocupação com a sustentabilidade das empresas é relacionada a teorias como a do *Triple Bottom Line*, que defende que o sucesso das empresas não está pautado exclusivamente em aspectos econômicos, mas também sociais e ambientais. Vale mencionar que, previamente às normas das comissões de valores mobiliários, o tema da sustentabilidade no mercado de capitais já era uma pauta considerada relevante, tendo sido inserida nas discussões mais verticalizadas por meio dos chamados “índices de sustentabilidade”.

O primeiro índice de sustentabilidade surgiu nos Estados Unidos, em 1999, enquanto o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina surgiu no Brasil, em 2005, qual seja, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), que continua a ser utilizado pela Bolsa de Valores Mobiliários do Brasil. O ISE se apresentou como viável e estratégico à medida que os investidores passaram a atribuir maior relevância à sustentabilidade das empresas, sendo pautado na eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social

664 MOLNAR, *ibid.*, p. 17.

e governança corporativa⁶⁶⁵. Com isso, as empresas que performam positivamente nos parâmetros trazidos pelo ISE passam a se destacar no mercado quando comparadas àquelas que não apresentam bons resultados para esse índice.

Atualmente o ISE é amplamente utilizado no mercado brasileiro, todavia, diferentemente do que preconiza a teoria dos *stakeholders*⁶⁶⁶, que estabelece uma relação entre práticas sustentáveis e rendimento financeiro, há estudos recentes que demonstram não existir uma correlação direta entre o índice de sustentabilidade e o desempenho econômico da empresa, que se constituiriam como aspectos independentes, mas igualmente relevantes⁶⁶⁷.

Cabe citar, todavia, que a empresa Lojas Americanas estava listada no Índice B3, que contém em seu questionário questões envolvendo a governança corporativa e a alta gestão, inclusive no que tange às práticas contábeis e financeiras. Entretanto, a empresa somente foi removida desse índice em janeiro de 2023, quando a sua recuperação judicial já estava decretada, evidenciando certa fragilidade na verificação das informações prestadas.

Apesar das lacunas existentes, em última instância, o objetivo do ISE é induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade. Nesses termos, o ISE contribuiria para a perenidade dos negócios, como se pode inferir da própria origem da palavra sustentabilidade, por meio da busca por resultados duradouros e a longo prazo.

665 SILVA, V. M.; LUCENA, W. G. L. **Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]**³. Revista Gestão & Tecnologia, Pedro Leopoldo, v. 19, n. 2, p. 109-125, 2019. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/53027/contabilidade-ambiental--analise-da-participaca-->. Acesso em: 13 set. 2023.

666 Ibid.

667 CRISTÓFALO, R. G.; AKAKI, A. S.; ABE, T. C.; MORANO, R. S.; MIRAGLIA, S. G. K. **Sustentabilidade e o Mercado Financeiro**: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). Revista de Gestão, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/129030>. Acesso em: 13 set. 2023.

Importante salientar que, ainda que os reguladores brasileiros tenham buscado adotar padrões internacionais de *disclosure* das práticas ESG, uma das barreiras para a implementação dessas medidas e para a mitigação do *ESG-washing* no Brasil reside na composição das empresas brasileiras, que são 99% de pequeno e médio porte. Tal cenário torna a aplicação de determinadas práticas excessivamente custosa⁶⁶⁸, sendo certo que inexistem parâmetros claros acerca do grau de maturidade ESG esperado para essas empresas.

Essas características podem oportunizar o cenário ideal para a prática de *ESG-washing*, bem como denunciam as fragilidades do modelo “pratique o explique”. Além das diversas críticas mencionadas anteriormente, esse modelo regulatório implica, por um lado, ao agente de mercado a oportunidade de seleção das informações que serão efetivamente divulgadas, permitindo-lhes “dourar a pílula” de suas práticas ESG, ao passo que, por outro lado, parte da premissa de que investidor – que ainda é bastante imaturo em questões ESG – possuiria o correto discernimento para avaliar as informações divulgadas sobre práticas ESG, que são, vale destacar, de diferente qualidade e profundidade. A solução de mercado não parece ser, em definitivo, a melhor estratégia regulatória.

3. ESG-WASHING NO MERCADO DE CAPITAIS

Em linha com o disposto acima, o *disclosure* das informações não financeiras busca permitir a formação de preços justos e um ambiente concorrencial saudável, que não desestimule que os bons ativos se mantenham no mercado. Entretanto, a divulgação, por si só, pode ocorrer de maneira desordenada, abrindo espaço para dissimulações, contexto que justificaria não apenas o *mandatory disclosure*, mas também a determinação de critérios mais objetivos e padronizados sobre o que e de que forma as informações devem ser divulgadas, o que traria benefícios para a análise dos investidores.

668 MOLNAR, op. cit., p. 10.

Para combater eficazmente o *ESG-washing*, é essencial que a divulgação de informações siga diretrizes específicas. A transparência deve ser uma prioridade, evitando o uso de termos vagos e garantindo que as informações sejam facilmente verificáveis. Além disso, os riscos associados às empresas devem ser claramente destacados nos documentos dos valores mobiliários, tanto para a proteção dos investidores quanto para a isenção de responsabilidade da empresa caso esses riscos se materializem. Também é importante evitar o exagero nas informações, mesmo que sejam verdadeiras, e considerar auditorias e certificações de terceiros para respaldar os dados divulgados⁶⁶⁹. Por fim, entende-se que a adoção de critérios objetivos e padronizados pela regulamentação endereçaria adequadamente os problemas que a subjetividade proporcionada pelo modelo “pratique ou explique” permite.

Outrossim, antes da divulgação, as informações devem ser revisadas por uma equipe jurídica para garantir que estejam em conformidade com as normas e regulamentos. Além disso, a companhia deve compreender que o silêncio em relação às metas de sustentabilidade, governança ou questões sociais também pode ser interpretado como uma forma de *ESG-washing*, em especial para questões relacionadas à sustentabilidade, levando ao que é atualmente intitulado como *greenhushing*⁶⁷⁰.

Nesse contexto, tornam-se propulsoras do *ESG-washing*: a pluralidade de padrões locais e internacionais de regulamentação ESG e de índices de aferição do cumprimento com a regulamentação; a busca das empresas por atender às exigências do mercado sem efetivamente progredirem no que tange às suas metas de sustentabilidade e a deficiência na supervisão por parte dos órgãos reguladores⁶⁷¹ à medida que esses aspectos impedem que os elementos

669 PEARS, Peter; BAINES, Tim; WILLIAMS, Oliver. **Greenwashing: Navigating the Risk**. 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/07/24/greenwashing-navigating-the-risk/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

670 Ibid.

671 . REIS, Yasmin Fernandes; PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **Greenwashing e o Regime Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista

explanados acima sejam devidamente aplicados e fiscalizados. Ou seja, a falta de padronização e o excesso de subjetividade contribuem para a valorização de informações maquiadas e que não refletem a realidade, escamoteando as práticas que são de fato realizadas (ou não).

De acordo com estudos recentes, as práticas de “lavagem verde” (ou outras vertentes de *ESG-washing*) teriam como um de seus efeitos reduzir a credibilidade do mercado com relação aos mecanismos voluntários de divulgação, além de diminuir a própria confiabilidade nos interesses das empresas em promoverem resultados sociais e ambientais⁶⁷². Nesse cenário, discute-se em que medida o mercado deveria exigir maior interferência governamental no que tange ao *disclosure* de informações não financeiras, justamente para tirar dos agentes de mercado a flexibilidade decorrentes de critérios subjetivos de *disclosure* dessas informações.

Para alguns autores, as práticas ESG são superestimadas e carecem de materialidade, de modo que a regulamentação surge visando dar maior aplicabilidade e padronização a esses conceitos⁶⁷³. Analisando a questão pela perspectiva litigiosa, a implementação de regras de *disclosure* obrigatório atribui aos reguladores maior poder e respaldo para julgarem as declarações falsas, promovendo, dessa forma, o *enforcement* da norma⁶⁷⁴.

Por outro lado, permanece o desafio, tanto das companhias para preverem a ocorrência de todos os reveses possíveis, quanto dos investidores para a quantificação de riscos, afinal, o *hindsight*

dos Tribunais, n. 1054, ago. 2023. São Paulo. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/50276>. Acesso em: 27 ago. 2023.

672 KOLCAVA, Dennis. **Greenwashing and Public Demand for Government Regulation**. *Journal of Public Policy*, v. 43, n. 1, p. 179-198, 12 dez. 2022. Inglaterra: Cambridge University Press. Disponível em: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-public-policy/article/greenwashing-and-public-demand-for-government-regulation/1250F9D4E47FB32662F176C6F6225AD5>. Acesso em: 24 ago. 2023. p. 182.

673 MOLNAR, op. cit., p. 1-10.

674 EL-HAGE, Javier. **Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings?** *Journal of Corporate & Financial Law*. v. 26, n. 2, 2021. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol26/iss2/2/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

*bias*⁶⁷⁵ leva os investidores e os diferentes *players* do mercado a acreditarem que, após a ocorrência do colapso social, ambiental ou de governança, a concretização do dano já provavelmente era alta quando da divulgação do risco⁶⁷⁶. Isso torna difícil determinar se a divulgação efetiva dos riscos realmente resguarda os investidores em sua decisão de investimento ou se pode levar a decisões equivocadas e especulativas.

Na mesma toada, uma das dificuldades enfrentadas pelos julgadores após a ocorrência do dano social, ambiental ou de governança é justamente identificar se o referido dano era previsível ou não. Isso se dá em virtude das regras de *disclosure* ESG serem menos desenvolvidas do que aquelas relacionadas à divulgação de informações financeiras, o que requer uma análise minuciosa por parte dos julgadores ao determinar a responsabilidade da companhia⁶⁷⁷. Para tanto, deve haver evidências concretas de que o risco *ex ante* era substancial e previsível, sendo que essa aferição é dificultada diante de diferentes critérios de análise e da falta de padronização da forma como o *disclosure* é feito pelos *players* do mercado de capitais.

Adicionalmente, no âmbito desses julgamentos, o argumento tem sido que as declarações ESG vagas e imprecisas são utilizadas como artifício para deturpar a análise do investidor. Um evidente exemplo disso é quando uma companhia alega adotar padrões éticos e sociais no tocante aos seus trabalhadores e, na sequência, essa mesma empresa é acusada de trabalho escravo. Por outro lado, há autores que argumentam que tais alegações, visto que são claramente genéricas e não passíveis de verificação, não poderiam ser apontadas como uma forma de deturpação, mas meramente *corporate puffery*, ou seja, uma prática corriqueiramente adotada pelas empresas como um

675 *Hindsight bias* (viés do conhecimento posterior) ou *I knew it all along phenomenon* (eu-sabia-tudo-o-tempo) é um fenômeno cognitivo que leva as pessoas a acreditarem que elas poderiam prever o resultado antes dele ocorrer.

676 PARK, James J., **ESG Securities Fraud**. *Wake Forest Law Review*, Forthcoming, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 23-02, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4428212>. Acesso em: 10 set. 2023.

677 Id.

instrumento de *marketing*, em que ocorre a divulgação de afirmações exageradas e vagas, cuja inveracidade não é passível de comprovação⁶⁷⁸.

Visando alinhar a divulgação de informações não financeiras no mercado brasileiro às práticas globais, e sanar algumas das lacunas abordadas neste estudo associadas à padronização e à comparabilidade das divulgações de informações não financeiras pelos diferentes emissores, durante o andamento deste estudo a CVM editou a Resolução CVM no 193, de 20 de outubro de 2023⁶⁷⁹. A norma incentiva e estabelece padrões para a divulgação de informações não financeiras, inicialmente de forma voluntária, relacionadas à sustentabilidade com base no padrão internacional (IFRS S1 e S2) emitido pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB), sendo certo que até a sua obrigatoriedade, o modelo atualmente adotado pelo Resolução CVM nº 59 permanece vigente.

Anteriormente à edição da norma, os agentes do mercado adotavam diferentes padrões de divulgação de sustentabilidade, de modo a dificultar a comparabilidade entre as informações prestadas por esses agentes. Em razão da falta de uniformidade, cada emissor reportava exclusivamente as informações que julgava relevantes, contribuindo para a assimetria informacional.

A norma representa apenas uma das iniciativas da CVM propostas no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024, divulgado em outubro de 2023⁶⁸⁰. Dentre as iniciativas propostas, e que serão efetivadas na sequência, está a conscientização dos investidores no que tange à incorporação dos critérios ESG em suas decisões de investimento e aos próprios métodos de identificação do *ESG-washing*, constituindo uma nova estratégia adotada pelo regulador, que até então

678 Ibid.

679 BRASIL. CVM. **Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023**. Disponível em: file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf. Acesso em 22 de out. de 2023.

680 BRASIL. CVM. **Finanças Sustentáveis – Plano de Ação da CVM outubro/2023**. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-acao-de-financas-sustentaveis/plano_de_acao_financas_sustentaveis_cvm_bienio_2023_2024.pdf. Acesso em: 22 de out. de 2023.

priorizava medidas voltadas às obrigações dos emissores perante os investidores⁶⁸¹.

Em consonância ao disposto acima, entende-se que a intervenção estatal tem um papel fundamental na efetivação das práticas ESG e no combate à dissimulação ou à omissão de informações. Mesmo que os relatórios voluntários desempenhem um papel importante na realização desses objetivos, a regulamentação surge como um meio de uniformizar e assegurar a conformidade das práticas do emissor com as informações divulgadas.

4. MODELO “PRATIQUE OU EXPLIQUE”

No contexto da divulgação de informações no mercado de capitais, o mecanismo “pratique e explique” (*comply or explain*) foi amplamente difundido no Brasil e em outras jurisdições⁶⁸². Esse modelo já foi alvo de questionamentos e aprimoramento pela Comissão Europeia no âmbito do *Green Paper*⁶⁸³, visando desenvolver o regime sancionatório e a qualidade da descrição nos casos em que a companhia opta por explicar por que não adotou as práticas recomendadas.

De acordo com o modelo “pratique ou explique”, a empresa deve agir de acordo com determinadas regras e, se assim não o fizer, deverá esclarecer ao regulador os motivos que a levaram a não praticar o disposto na norma, partindo da premissa de que a referida divulgação

681 Essa iniciativa está alinhada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS de Educação de Qualidade e Redução das Desigualdades.

682 ANDERSSON, Jan Bertil. **Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: a Critical Review**. The European Financial Market in Transition, Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.), Kluwer Law International, 2011, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-19, p. 89-105, 22 jun. 2011. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869916. Acesso em: 24 ago. 2023.

683 Os *Green Papers* são documentos publicados pela Comissão Europeia para estimular a discussão sobre determinados temas a nível da UE.

não seria adequada ou apropriada à realidade da empresa ou, ainda, não poderia ser fornecida naquele momento⁶⁸⁴.

O caráter facultativo da divulgação das informações ESG também foi questionado por alguns participantes do mercado na Audiência Pública da Resolução CVM nº 59, dado que o modelo adotado pela CVM permitiria certa margem para o *ESG-washing*, uma vez que os participantes poderiam ocultar informações ESG, com especial destaque para as ambientais, contanto que as justificassem, ou mesmo selecionar o que divulgar e a sob qual perspectiva.

Entende-se que o modelo “pratique ou explique”, adotado pela CVM e por reguladores de outros países, permite a prática de *disclosure* seletivo⁶⁸⁵. Isso ocorre porque esse modelo não estabelece mecanismos de sanções específicos para casos em que os investidores são induzidos ao erro, isto é, com exceção das sanções administrativas, não há previsão de qualquer ressarcimento ao investidor prejudicado⁶⁸⁶.

Somado ao exposto acima, quando “explicam”, as companhias costumam apresentar informações vagas e insuficientes. Ainda, o referido modelo carece de padronização, de forma que as justificativas e o grau de detalhamento variam significativamente a depender da jurisdição⁶⁸⁷.

Uma das estratégias do regulador com a adoção do modelo “pratique ou explique” é evitar a abordagem “*one size fits all*” e atribuir

684 A título exemplificativo, cabe citar a resposta da Energisa S.A. ao 1.9 (g), em seu Formulário de Referência de 2023, no qual a empresa optou por “explicar” ao invés de “praticar”, visto que, nos termos da justificativa da companhia, a efetivação deste item não era possível no momento da divulgação de seu Formulário de Referência “**1.9(g) se o relatório ou documento considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD) ou recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas:** O Relatório Anual ainda não considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (“TCFD”), mas a Companhia definiu dentro da sua jornada ESG que as orientações do TCFD serão estudadas para possível implementação a partir de 2026.”. Importante ressaltar que, na ocasião, a empresa não detalhou o motivo pelo qual as recomendações não seriam adotadas em momento anterior ao ano de 2026.

685 REIS, op. cit.

686 Ibid.

687 Ibid.

maior flexibilidade às companhias na divulgação de informações, de modo a reconhecer e respeitar as diferenças no que se refere aos setores de atuação e à própria estrutura interna de cada emissor⁶⁸⁸. Nesse contexto, apesar das desvantagens do modelo “pratique ou explique”, os benefícios são evidentes no que tange à adoção, pelo regulador, de mecanismos de *soft law*, como é o caso do “pratique ou explique”, em detrimento dos mecanismos de *hard law*.⁶⁸⁹

Nesse cenário, o que se defende não é a abolição desse mecanismo de divulgação, mas sim seu aprimoramento, seja por meio da exigência de maior detalhamento e precisão das justificativas apresentadas, seja pela aplicação e supervisão do regime sancionatório a ele relacionado.

No Brasil, a Resolução CVM no 59 dá continuidade ao mecanismo de divulgação “pratique ou explique”, já anteriormente adotada pela Instrução CVM no 480, refletindo a confiança do regulador brasileiro nesse modelo.

5. RESOLUÇÃO CVM NO 59

Dentro do rol de regulamentações acerca das práticas sociais, de sustentabilidade e governança das companhias, a Resolução CVM no 59 representa um marco na regulação brasileira no que tange às regras de *disclosure* de informações ESG. A norma foi editada visando delimitar quais dados seriam efetivamente relevantes aos investidores no âmbito do Formulário de Referência, documento que, por vezes, contém um excesso de informações imprecisas e que não atendem às demandas dos investidores.

Visando atingir esse propósito, a referida Resolução passou a requerer, entre outros requisitos, a divulgação dos dados relacionados ao meio ambiente, à responsabilidade social e à governança. Por meio

688 HADJIKYPRIANOU, George C. **The Principle of ‘Comply or Explain’ Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: is there a need for a change?** Corporate Law: Corporate Governance Law Journal, v. 81, n. 7, 27 nov. 2015. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2690687. Acesso em: 02 abr. 2023.

689 Ibid, p. 18.

dessa norma, um dos requisitos relevantes no âmbito do Formulário de Referência passou a ser a divulgação de riscos sociais e ambientais com efetivo potencial de influenciar a decisão de investimento⁶⁹⁰.

A exigência regulatória supracitada, apesar de em um primeiro momento tornar mais rígido o parâmetro de *disclosure*, por outro lado, permite certa subjetividade da companhia acerca dos riscos que efetivamente poderiam impactar o investimento e que, conseqüentemente, poderiam ou não ser divulgados, ainda que esses riscos sejam pautados em auditorias externas. Sob uma outra perspectiva, a norma gera certa insegurança não somente aos investidores, mas também à própria companhia, com relação aos riscos que efetivamente poderiam influenciar a decisão de investimento.

Nesse cenário, a Resolução CVM no 59 não resolveria completamente o problema da assimetria informacional, prejudicando a manutenção de um ambiente concorrencial saudável⁶⁹¹. Caso a companhia opte, por exemplo, por divulgar todos os seus riscos ambientais, sociais e de governança, isso poderia constituir uma desvantagem competitiva à medida que outras companhias poderiam considerar os mesmos riscos como não suficientemente relevantes para que sejam divulgados, conforme levantado por um dos participantes do mercado nos comentários recebidos no âmbito da Audiência Pública SDM 9/20⁶⁹².

Em contrapartida, outras informações são mais fáceis de serem quantificadas e fiscalizadas. Isso se aplica às obrigações estipuladas pela Resolução CVM nº 59, que exige que as companhias divulguem dados acerca de seu número de funcionários, tanto globalmente como em categorias específicas, com base em suas respectivas funções, localização geográfica e em aspectos como identidade de gênero, raça, idade e outros indicadores de diversidade em todos os níveis

690 Item 4.1. (j), (k) e (l) da Resolução CVM nº 59.

691 BAGNOLI, op. cit., p. 114-121

692 BRASIL. CVM. **Processo CVM Nº RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13 (p. 22). São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

hierárquicos⁶⁹³. Além disso, a regulamentação também passou a requerer a divulgação da composição especificamente dos órgãos de governança, considerando gênero, cor, raça ou qualquer outro atributo de diversidade⁶⁹⁴.

É importante notar que as regras de *disclosure* associadas à diversidade refletem um dos aspectos ESG mais difundidos entre aquelas companhias enquadradas nos níveis elevados de ESG⁶⁹⁵. Por outro lado, a CVM não estabelece critérios específicos de diversidade que devem ser seguidos para que as empresas sejam oficialmente consideradas inclusivas, deixando essa avaliação sob a responsabilidade do investidor, ainda imaturo em questões ESG e que não necessariamente possui conhecimentos técnicos adequados para essa avaliação.

Apesar de suas deficiências, não se pode negar que as regras supracitadas constituem um mecanismo relevante contra o *ESG-washing*, visto que consideram a participação das minorias em diferentes cargos e níveis hierárquicos, impedindo que a empresa se autointitule como diversa sem efetivamente permitir que a diversidade abarque os cargos de alto nível hierárquico.

Adicionalmente, há estudos que apontam que quando observados no Conselho de Administração a equidade de gênero, um maior número de membros e sua independência, há um reflexo imediato na mitigação das práticas de *ESG-washing*⁶⁹⁶. Outros estudos argumentam que as regras de *disclosure* acabam por incentivar que as companhias aprimorem seus comportamentos sustentáveis para comunicarem

693 Item 10.1, (a), da Resolução CVM nº 59.

694 Item 7.1, (d), Resolução CVM nº 59.

695 SCHLEICH, Melissa Velasco. **Quais são as Políticas e Práticas em Recursos Humanos mais Utilizadas pelas Empresas com Melhores Índices ESG no Brasil?** Revista de Administração de Empresas, v. 62, n. 5, 2021. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8632469>. Acesso em: 5 set. 2023.

696 LAGASIO, Valentina; CUCARI, Nicola. **Corporate governance and environmental social governance disclosure: a meta analytical review.** Corporate Social Responsibility And Environmental Management, [S.L.], v. 26, n. 4, p. 701-711, 22 jan. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1716>. Acesso em: 5 set. 2023.

essas práticas ao mercado e, conseqüentemente, alcancarem melhores resultados econômico-financeiros⁶⁹⁷, o que evidencia que as práticas ESG se retroalimentam.

Val ressaltar que o item 1.9 da Resolução CVM nº 59 tem função chave, uma vez que exige que a companhia apresente e detalhe a metodologia de seus relatórios ou outros documentos que evidenciem suas práticas ESG. Isso é feito por meio da adoção do modelo “pratique ou explique”, abordado na seção anterior, método esse que já era adotado pela CVM nas Recomendações da CVM sobre a Governança Corporativa⁶⁹⁸.

Outra questão relevante a ser considerada diz respeito à flexibilidade do sistema de divulgação voluntária de informações ESG adotado pela CVM, que dificulta aos investidores diferenciar e identificar qual companhia seria mais atrativa para investimento⁶⁹⁹, sendo um dos tantos aspectos negativos desse *disclosure* seletivo. Sob essa perspectiva, a CVM pontuou que a intenção da autarquia é fomentar a utilização dos relatórios de sustentabilidade atualmente existentes, mas não almeja que as exigências de informações prestadas disputem espaço com esses relatórios.

Nesse sentido, a autarquia, apesar de enrijecer o regime regulatório de *disclosure* – tal como se verifica com a iniciativa pretendida pela Resolução CVM nº 193 –, continua a atribuir relevância aos relatórios voluntários de sustentabilidade, que conviveriam *pari passu* com a regulamentação. Apesar disso, seria possível questionar em que medida essa seria uma decisão equivocada por parte da autarquia, uma vez que a escolha do ativo a ser investido

697 BORNSTEIN, Stephanie. **The Enforcement Value of Disclosure**. Duke Law Journal, vol. 72, p. 1771, Durham, 12 maio 2023, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4446337>. Acesso em: 5 set. 2023.

698 BRASIL. CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. 2002**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

699 BRASIL. CVM. **Processo CVM SEI nº 19957.004286/2019-40**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 09/20. São Paulo, 24 ago. 2014. (p. 23). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_relatorio.pdf. Acesso em: 17 jun. 2023.

é uma decisão particular do investidor e segue, em regra, o regime de mercado. Entende-se, contudo, ser papel da regulação mitigar os efeitos deletérios da assimetria informacional, que é um problema estrutural do mercado de valores mobiliários.

Para além das normas gerais que passam a centralizar sob o controle do regulador a divulgação de informações não financeiras, algumas jurisdições se preocupam em estabelecer normas específicas acerca de determinados temas, por exemplo, no que se refere ao *disclosure* de informações relacionadas às questões climáticas. Nessa regulamentação prevalece a preocupação do regulador e do mercado em garantirem a uniformização dos dados divulgados, o que é visto como uma medida benéfica e que será aprofundada a seguir.

6. A OBRIGATORIEDADE DO *DISCLOSURE* DE INFORMAÇÕES CLIMÁTICAS PELA SEC E A UNIFORMIZAÇÃO DO *DISCLOSURE* NO MERCADO DE CAPITAIS: O MODELO IDEAL?

A proposta da SEC acerca do *disclosure* das informações climáticas⁷⁰⁰, por sua vez, visa promover a divulgação, pelas companhias abertas, das emissões de gases de efeito estufa (GEEs) e os riscos de as mudanças climáticas gerarem impactos materiais nos negócios ou nas demonstrações financeiras das companhias. A proposta é destinada aos “*Registrants*”⁷⁰¹, nacionais e internacionais, acerca de informações que precisam ser incluídas nos respectivos documentos de registro e relatórios periódicos⁷⁰².

A responsabilidade da SEC, todavia, foi questionada no âmbito desse ato normativo, principalmente em razão da dificuldade de

700 EUA. SEC. **The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures For Investors**: 17 CFR 210, 229, 232, 239, e 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87. Nova York, 24 mar. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>. Acesso em: 5 set. 2023.

701 *Registrant* é o termo usado para se referir a qualquer companhia registrada na SEC, de acordo com o *Securities Act* de 1933 ou o *Securities Exchange Act* de 1934.

702 Um exemplo desses relatórios periódicos é o *Form 10-K*, publicado anualmente pelas companhias de capital aberto registradas na SEC.

obtenção dessas informações no que tange às emissões do Escopo 3⁷⁰³, indicando desafios na obtenção de resultados práticos por meio dessa divulgação.

Ainda, alguns estudos apontam que a referida proposta enfrentaria barreiras legais, visto que a SEC careceria de legitimidade para editar regras acerca de questões associadas à política de mudança climática, visto que tais assuntos deveriam estar restritos ao congresso⁷⁰⁴. Nesse cenário, um grupo de procuradores alegou que a referida proposta não é uma fonte autônoma de autoridade e, portanto, a SEC deveria se restringir a buscar garantir que essas divulgações não sejam enganosas ou fraudulentas⁷⁰⁵.

Vislumbra-se, por outro lado, que aquilo que os procuradores e as outras entidades entendem como uma fuga dos poderes tradicionais da SEC, na verdade, são medidas essenciais para a mitigação do *greenwashing* no mercado de capitais. Sem descartar a relevância da crítica com relação à divulgação de informações relacionadas ao Escopo 3, não há que se questionar a relevância econômica de tais fatores à medida que a não divulgação de determinados aspectos pode prejudicar financeiramente investidores que se conhecessem o risco climático de determinado investimento, não teriam realizado a aplicação.

No cenário brasileiro, por outro lado, tal nível de detalhamento do *disclosure* com relação aos aspectos climáticos ainda não foi abordado pela regulação, de modo que questionamentos como o citado acima, que indagam a autoridade do regulador para legislar sobre a matéria,

703 Emissões do escopo 3 são emissões indiretas geradas a partir de fontes que não são de propriedade nem controladas pela empresa, por exemplo, emissões associadas à matéria-prima adquirida, viagens de negócios e deslocamento dos colaboradores, descartes de resíduos, transporte e distribuição

704 VALLETTE, Jacqueline M.; GRAY, Kathryn M. **SEC's Climate Risk Disclosure Proposal Likely to Face Legal Challenges**. 10 de maio de 2022. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/05/10/secs-climate-risk-disclosure-proposal-likely-to-face-legal-challenges/>. Acesso em: 10 ago. 2023.

705 EUA. SEC. **The Honorable Gary Gensler Chair Securities and Exchange Commission 100 F St. NE Washington, DC 20549 Re: Climate Change Disclosures**. 14 jul. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/climate-disclosure/cll12-8915606-244835.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2023.

ainda não foram enfrentados detidamente pela CVM. É de se indagar em que medida esses questionamentos começarão a aparecer diante do proposto pela Resolução CVM nº 193.

De todo modo, uma das exigências da SEC no âmbito da Audiência Pública da referida proposta é, a título exemplificativo, a supervisão dos riscos relacionados ao clima pelo Conselho de Administração (*board of directors*) da companhia. Não obstante, a norma não demonstra quais seriam os critérios e os métodos adotados pela SEC para analisar se o emissor realmente considerou todos os riscos aos quais estava sujeito, o que somente permitiria a real análise da gravidade do risco após uma fatalidade ambiental.

A preocupação acima esbarra também na diversidade de provedores de dados ESG no mercado, que abrange não somente a divulgação de informações climáticas, mas também sociais e de governança, e que são influenciados em função de fatores como a geolocalização, a dimensão do provedor e o setor de análise⁷⁰⁶. Nesse contexto, essa multiplicidade de provedores impede que as informações divulgadas sejam suficientemente claras e precisas, dificultando a comparabilidade entre diferentes companhias. Essa discussão também foi aventada na esfera da Resolução CVM no 59, mas não foi acolhida pela CVM, sob argumento de que tal padronização deve ocorrer a nível global⁷⁰⁷, o que se pretende, em certa medida, justamente pela Resolução CVM nº 193.

Diante dessas considerações, é inegável que a padronização dos critérios de *disclosure* é uma característica salutar e de extrema importância para a mitigação da assimetria informacional e, por consequência, de práticas de *ESG-washing*. Apesar disso, entende-se

706 EL-HAGE, op. cit.

707 Na SDM 09/20 os participantes do mercado solicitaram à CVM a adoção de “(a) critérios de identificação, coleta, avaliação, mensuração de dados ASG, (b) fornecedores de dados ASG eventualmente contratados e (c) última data de coleta, avaliação e mensuração de dados”. A CVM não acolheu a sugestão, alegando que a especificação de dados ESG deve seguir o progresso das iniciativas de padronização globais. Caso contrário, isso não resultaria em uma maior uniformidade e coerência das informações, mas, ao contrário, em uma fragmentação ainda mais acentuada dos dados

que a padronização dos critérios de divulgação não afasta por completo o *disclosure* seletivo ou mesmo a apresentação de informacionais insuficientes para o adequado *assessment* da maturidade dos emissores em questões ESG, justamente pelo fato de ser mantido o modelo “pratique ou explique”.

Um aprimoramento para a padronização dos dados fornecidos por esses provedores é a abordagem presente na regulamentação proposta pela Comissão Europeia. De acordo com esse regulador, os provedores de riscos precisarão ser supervisionados e autorizados pela ESMA, visando à uniformização das classificações pelas agências de *rating* e, conseqüentemente, permitir maior comparabilidade entre os emissores⁷⁰⁸. As agências de *rating* passariam a ser – e aqui não é feito qualquer juízo de valor –, nesse contexto, verdadeiros *gatekeepers* da maturidade ESG dos emissores.

Em uma análise mais abrangente, a regulamentação ESG também pode conviver e se utilizar de outros mecanismos privados existentes, mas pouco difundidos, no mercado de capitais. Um exemplo disso são as certificações ESG, que exigem uma gama de critérios para que a empresa faça jus ao selo que certificaria seus padrões sociais, ambientais e de governança, levando em consideração os diferentes níveis de “maturidade ESG” que um agente de mercado pode deter.

Nota-se que o atual nível de maturidade regulatória na divulgação de informações climáticas – e demais temáticas ESG – ainda permite certa discricionariedade ao emissor, que tem margem para ocultar informações e, posteriormente, alegar que esses dados não poderiam ser conhecidos. Isso se dá em razão dos padrões e métricas utilizados ainda não serem suficientemente acurados e dificultarem a comparabilidade do grau de aderência de cada empresa aos fatores ESG⁷⁰⁹.

708 KPMG. **ESG Ratings:** The EU's Journey to Regulation Begins. Disponível em: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2023/06/esg-ratings-the-eus-journey-to-regulation-begins.html>. Acesso em: 17 ago. 2023.

709 Para fins de referência, atualmente, o relatório ESG mais utilizado é o *Global Reporting Initiative (GRI)*, de padronização internacional. Não obstante, as empresas brasileiras possuem um baixo grau de adequação aos padrões do GRI no que se

Por outro lado, a tentativa de padronização trazida pela regulamentação, mesmo que ainda em grau insatisfatório, parece trazer maior segurança ao mercado de capitais se comparado aos relatórios voluntários de sustentabilidade. Afinal, estes tendem a ser mais suscetíveis ao *self-reporting bias*⁷¹⁰ quando pautados nos próprios relatórios e políticas internas da empresa e não em critérios objetivos. Mais uma vez se reitera que, em alguma medida, a melhora desse problema é endereçada pela Resolução CVM nº 193, porém não de forma plena, já que não apenas o modelo “pratique ou explique” continuará sendo adotado, como a referida Resolução não guarda igual preocupação com todos os aspectos ESG, dando maior foco para as questões relacionadas à sustentabilidade.

A partir dessas considerações, fica claro o entendimento de que a falta de clareza e padronização nos relatórios de sustentabilidade afasta os próprios investidores de determinados investimentos. Para mitigar essa problemática, há estudos que defendem a utilização do

refere à divulgação de valores socioambientais, muitas vezes disponibilizando apenas informações parciais, especialmente quando se trata de aspectos que demandam detalhamentos mais complexos, priorizando esses padrões na esfera dos dados meramente cadastrais (Cf. RÊS, P.; DOMENICO, D. D.; TRÊS, N. **Nível de Disclosure nos Relatórios de Sustentabilidade em Conformidade com o Global Reporting Initiative (GRI)**. Revista Ambiente Contábil, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, ISSN 2176-9036, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/28710>. Acesso em: 9 set. 2023. p. 10-15). Os padrões GRI são divididos em normas e séries, sendo alguns dos tópicos exigidos obrigatórios, enquanto outros são voluntários. Considerando as séries econômica, ambiental e social, em 2019, a empresa Lojas Americanas divulgou apenas 4 das 17 normas da série econômica, sendo uma das empresas brasileiras que menos divulgou dados nessa série, o que ilustra a flexibilidade existente nos relatórios voluntários, ainda que sigam padrões globais (sobre o tema v. HENRIQUE, M. R.; CIRINO, J. S.; CIRINO, J. S.; SAPORITO, A. **Análise do nível de adesão da Global Reporting Initiative (GRI)**: Estudo do Relatório de Sustentabilidade das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. Amazônia, Organizações e Sustentabilidade, v. 12, n. 1, p. 83-102, 2023. Disponível em: <http://revistas.unama.br/index.php/aos/article/view/2567/0>. Acesso em: 09 set. 2023).

710 O *self-reporting bias* (viés do autorrelato) é um fenômeno em que as empresas relatam informações enganosas ou distorcidas sobre seus próprios negócios, visando, entre outras coisas, atrair mais investidores ou evitar sanções regulatórias. Diferentemente do *greenwashing*, que se relaciona a questões ESG, o *self-reporting bias* é um fenômeno mais amplo, que abrange outras categorias de informação.

Big Data e da Inteligência Artificial na elaboração desses relatórios⁷¹¹, visando abarcar dados de diferentes mídias e plataformas, de modo a permitir o cruzamento de informações e tornar a análise apresentada nos relatórios ESG mais confiável, mitigando o risco de *ESG-washing*.

Sob outra perspectiva, não se pode negar que uma regulamentação padronizada e abrangente globalmente deverá enfrentar grandes desafios em virtude da diversidade e da complexidade das informações que precisam ser processadas e divulgadas por cada companhia⁷¹². Por essa razão, entende-se como adequado que seja preconizada a manutenção dos relatórios voluntários em conjunto com a regulamentação obrigatória do *disclosure*, de modo que tais ferramentas atuem de modo complementar, devendo se adotar meios de verificação da qualidade das informações divulgadas em ambos os formatos de relatórios.

Para além da questão da deficiência informacional no âmbito das companhias abertas, a regulamentação da divulgação de informações ESG pelos fundos de investimento também tem sido amplamente discutida pelo mercado, sendo o contexto também palco de inúmeras discussões acerca do *ESG-washing*. Com o objetivo de ilustrar o uso disfuncional dos aspectos ESG nessa indústria e corroborar a importância da discussão séria sobre o *disclosure* de informações não financeiras, convida-se para uma breve análise acerca do *labeling* de sustentabilidade adotado no mercado de fundos de investimento.

711 BELINKY, Aron et al. **A New era for Sustainability Assessment of Firms? Achievements and Challenges in Incorporating Big Data and Artificial Intelligence into Existing Frameworks**. In: XIX USP International Conference in Accounting, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1570.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

712 BELINKY, op. cit.

7. O USO DISFUNCIONAL DOS PARÂMETROS ESG E A IMPORTÂNCIA DA MITIGAÇÃO DO ESG-WASHING: BREVE ANÁLISE COM BASE NA CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS ESG

Como mencionado, a regulamentação do *disclosure* ESG no âmbito do mercado de capitais ultrapassou o limite das companhias e agora abarca também a indústria dos fundos de investimento. No contexto brasileiro, a Resolução CVM no 175, de 23 de dezembro de 2022⁷¹³, agora diferencia e estabelece direitos diferentes aos fundos que geram benefícios ambientais com seus investimentos e aqueles que integram fatores ESG às atividades relacionadas à gestão da carteira. Enquanto a CVM permite que os primeiros adotem termos como “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, “sustentável” no próprio nome do fundo, os últimos somente poderão dispor a respeito do investimento sustentável na política de investimento estabelecida no regulamento do fundo.

Na mesma toada, a política de investimentos que integra fatores ESG ou que busca originar benefício socioambiental deve apresentar tais características em seu material de divulgação. Tal diferenciação, todavia, já era exigida pela ANBIMA às instituições participantes no que tange aos fundos sustentáveis, únicos que poderiam utilizar o sufixo “IS”, e os fundos que integram questões ESG⁷¹⁴.

Com relação aos fundos que podem adotar os nomes relacionados aos aspectos ESG, estes precisam demonstrar, entre outras coisas, quais os benefícios sustentáveis esperados, como a política de investimento busca originá-los e quais metodologias seguidas para a sua qualificação. Não obstante, não existe um padrão

713 BRASIL. CVM. **Resolução CVM Nº 175, de 23 dezembro 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

714 Veja: (i) ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. 2 abr. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023, e (ii) ANBIMA. **Guia ASG II Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento**. 23 dez. 2021. Disponível: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

a ser seguido pelos fundos que apenas integram as questões ESG, visto que diferentes fundos podem adotar diferentes métricas e diferentes níveis de aplicação de práticas sustentáveis.

Com relação aos fundos que apenas integram os fatores ESG e que, portanto, não podem utilizar nomenclaturas relacionadas a esse tema, apresentam uma margem maior para o *ESG-washing*. Argumento similar foi levantado pelo mercado nos EUA com relação aos *Integration Funds*, classificação utilizada na nova proposta da SEC no que se refere aos fundos ESG, conforme detalhado a seguir.

Apesar dessas normas nascerem com o intuito de mitigar a prática do *ESG-washing* no âmbito dos fundos de investimento que usam essa nomenclatura apenas para atrair receita⁷¹⁵, as novas regulamentações ainda são passíveis de questionamento quanto a sua efetividade. De acordo com o posicionamento da BlackRock⁷¹⁶ no âmbito da Audiência Pública da SEC com relação à proposta de *disclosure* de informações ESG dos fundos de investimentos⁷¹⁷, a definição de *Integration Funds* não é suficientemente precisa, o que poderia confundir os investidores e criar um cenário propício à prática do *ESG-washing*.

Diferentemente ocorre com os fundos *ESG Focused*, os quais têm como principal meta atingir objetivos sustentáveis por meio de seus investimentos, e cujos aspectos ESG são determinantes para a escolha ou a exclusão de determinado ativo do portfólio do fundo, razão pela qual estão sujeitos à adoção de critérios mais rígidos de divulgação.

715 SHAPIRO, Corey. **Green Funds in a Gray Area**. *Columbia Journal Of Environmental Law*, Columbia Journal of Environmental Law, v. 48, n. 2, p. 63, 9 jun. 2023. Columbia: Columbia University Libraries. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjel/article/view/11734>. Acesso em: 10 jun. 2023.

716 BODNAR, Paul; KENT, Elizabeth. **Enhanced ESG Disclosures for Investment Funds and Advisers**: A Comment from BlackRock. 13 set. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/13/___trashed-15___trashed/.

717 EUA. SEC. **Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices**. Nova York, 25 maio 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/2022/05/enhanced-disclosures-certain-investment-advisers-and-investment-companies-about>. Acesso em: 10 jun. 2023.

No que concerne à perspectiva da União Europeia acerca do tema, em 18 de novembro de 2022 e 20 de fevereiro de 2023⁷¹⁸ a ESMA promoveu uma consulta pública acerca das diretrizes dos fundos que utilizam a nomenclatura ESG, visando justamente abarcar as preocupações dessa autarquia com relação ao crescimento do *ESG-washing*, dado o potencial das nomenclaturas ESG de atrair investidores.

O racional da ESMA na última consulta pública relacionada à nomenclatura dos fundos verdes, diferente daquele seguido pela SEC ou pela CVM, é baseado em um percentual mínimo de investimentos sustentáveis na composição do fundo. Para que o fundo tenha a permissão para usar *ESG-related words* em seu nome, pelo menos 80% de seu portfólio deve estar voltado a investimentos sociais e/ou ambientais e/ou com objetivos de investimento sustentável. Por sua vez, o fundo pode utilizar a nomenclatura *sustainable* caso pelo menos 50% desses 80% estiverem alocados em investimentos sustentáveis⁷¹⁹.

Apesar das normas supracitadas, percebe-se que, além das regulamentações que dizem respeito diretamente aos fundos, existe uma lacuna no que se refere às exigências especificamente voltadas aos seus respectivos gestores e administradores. Em contraste aos Formulários de Referência divulgados pelas empresas de capital aberto, os Formulários de Referência apresentados pelos gestores e administradores de fundos de investimento e carteiras administradas, conforme estabelecido na Resolução CVM nº 21⁷²⁰, não impõem requisitos de divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade.

718 UE. ESMA. **Consultation on Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-Related Terms**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related>. Acesso em: 10 jun. 2023.

719 Os investimentos sustentáveis estão definidos no Artigo 2(17)17 da Regulation (EU) 2019/2088 (SFDR).

720 BRASIL. CVM. **Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de set. de 2023.

Considerando esse contexto, é evidente a necessidade de incorporar aos deveres desses prestadores de serviços a obrigação de observar os princípios ESG em suas operações, bem como de explicitar os métodos adotados para assegurar a conformidade com esses princípios. Isso possibilitaria que a mencionada regulamentação fosse harmonizada com as recentes normas aplicáveis aos fundos de investimento no Brasil, permitindo, assim, que os investidores também avaliassem os produtos de investimento com base na conduta dos gestores e administradores desses fundos no mercado.

Para preencher essa lacuna, no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024⁷²¹, a CVM traz como um dos objetivos do regulador o incentivo a pesquisas que possam auxiliar no aprimoramento dos Formulários de Referência divulgados pelos administradores de carteiras, garantindo a obrigatoriedade de contemplar as práticas ESG⁷²².

Essa regulamentação se faz necessária no âmbito do exercício de voto dos agentes fiduciários nas companhias investidas, que representa uma das formas de manifestação dos interesses ESG nos fundos de investimento. Há estudos que indicam que, em regra, os agentes fiduciários somente exercem seu direito de voto a favor das causas que envolvam sustentabilidade nas hipóteses em o voto resultará em benefício financeiro ao fundo⁷²³.

Com isso, as manifestações dos administradores de carteiras de valores mobiliários em benefício das pautas ESG apenas camuflariam interesses dos agentes econômicos em trazerem rendimento às carteiras geridas. Embora essa questão seja reconhecida pelo mercado, a análise das novas regulamentações relacionadas aos fundos de investimento não revelou a existência de mecanismos capazes de lidar com essa forma de manifestação do *ESG-washing*, o que representa

721 O Plano de Ações e Finanças Sustentáveis busca atender os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS.

722 Essa iniciativa está alinhada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS de Igualdade de Gênero, Trabalho Decente e Crescimento Econômico, Consumo e Produção Responsáveis e de Ação Contra a Mudança Global do Clima.

723 Ibid.

uma das lacunas que precisam ser sanadas pelo regulador. Acerca desse entrave, cabe ressaltar que o mercado não precisaria abandonar seus interesses econômicos para atingir os objetivos ESG, todavia, a sustentabilidade deveria primordialmente ser observada à luz dos benefícios sociais, ambientais e econômicos a longo prazo.

Sob a perspectiva dos investidores, por sua vez, há autores que argumentam que o mercado considera o tema da sustentabilidade relevante na esfera do exercício do voto dos fundos de investimento. Uma das razões para essa preocupação reside no fato de que a maior parte dos participantes do mercado é composta por investidores com carteiras diversificadas e que, conseqüentemente, se preocupam com riscos sistemáticos, isto é, riscos que afetariam diversas classes de investimentos, como a inflação, por exemplo⁷²⁴.

Na mesma linha, as mudanças climáticas aparecem aos investidores diversificados como um risco sistemático. Em contrapartida, esses investidores tendem a negligenciar os riscos chamados idiossincráticos, que podem afetar uma determinada companhia ou um setor específico. Uma vez que os aspectos relacionados à sustentabilidade podem, de fato, abranger tais particularidades, é importante que os investidores sejam conscientizados acerca desse tema pelo regulador, o que parece dialogar com o Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024 da CVM. Caso contrário, corre-se o risco de uma institucionalização do *ESG-washing*, o que faria com que as pautas ESG deixassem de exercer seu importante papel dentro do contexto do “Capitalismo Consciente” e passassem a ser utilizadas como atributo mercadológico para atração de investidores.

724 COFFEE JR., John C. **The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk**, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020, 10 mar. 2021 Columbia Business Law Review. 602. 2021. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680. Acesso em: Acesso em: 15 ago. 2023.

CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS

Em linha com o que foi discutido ao longo deste estudo, o *disclosure* no mercado de capitais emana da necessidade de proteção dos investidores, de modo a possibilitar que as decisões do mercado sejam mais racionais à medida que os investidores possam distinguir um valor mobiliário do outro. Essa dinâmica permitiria a formação de mercados eficientes, em que o preço dos valores mobiliários refletiria efetivamente todas as informações disponíveis.

Tal concepção impulsiona a divulgação de informações não financeiras no mercado de capitais, dado que o mercado passa a compreender que os valores mobiliários teriam seu preço constituído não puramente por suas características econômicas, mas também por seus impactos sociais, ambientais e de governança. Essa mentalidade é absorvida pelas entidades regulatórias de diferentes jurisdições, todavia, em um primeiro momento, a regulamentação da divulgação de informações abarca critérios pouco precisos, insuficientes e que carecem de padronização, o que daria margem para o *ESG-washing* em suas mais variadas vertentes.

No contexto da divulgação de informações não financeiras, o modelo “pratique ou explique” ganhou propulsão, constituindo-se como um método que dá maior flexibilidade ao mercado, visto que permite que o *disclosure* aconteça em linha com as diferentes atuações de cada companhia ou veículo de investimento. Não obstante, tal flexibilidade, ainda que evite a abordagem “*one size fits all*”, ainda precisa ser aprimorada em virtude da falta de padronização das informações prestadas nesse modelo, de modo a permitir a formação de padrões de justificativas verificáveis.

No cenário brasileiro, a Resolução CVM no 59 ganha destaque no que tange à mitigação do *ESG-washing* à medida que discrimina quais informações seriam efetivamente relevantes aos investidores, todavia, a norma ainda é permeada de lacunas, que, inclusive, não evidenciam se determinado risco da companhia deveria ou não ser divulgado. Brechas como essas impedem que os julgadores tenham,

posteriormente, fundamentos plausíveis para a punição de uma companhia pela ocultação de determinado risco ESG.

No cenário internacional, as normas que visam combater o *ESG-washing* seguem a mesma tendência, de maneira a buscarem a padronização e comparabilidade das divulgações. Essa perspectiva é adotada em normas específicas editadas pela SEC acerca da divulgação de informações climáticas, que teve sua legitimidade questionada por aqueles que consideram que essa entidade regulatória estaria invadindo a competência legislativa.

Procurou-se, ainda, demonstrar que a assimetria informacional de questões não financeiras não é restrita às companhias, sendo também preocupação da regulação dos fundos de investimento. Nesse âmbito, surgem desafios adicionais relacionados ao *labeling* ESG dos fundos de investimento, o qual pode ser manipulado por agentes fiduciários com o intuito de confundir os investidores, uma vez que o arcabouço regulatório das classificações dos fundos ESG ainda não atingiu um nível de precisão satisfatório e tampouco a maturidade necessária.

Apesar dessas regulamentações carecerem de aperfeiçoamento, é evidente o crescimento exponencial da preocupação dos reguladores, no Brasil e em outras jurisdições, com a sustentabilidade e a criação de mecanismos que visem combater o as práticas de *ESG-washing*. No contexto brasileiro, notadamente, a edição da Resolução CVM no 193 demonstra a importância atribuída ao tema pelo regulador, que visa, por meio dessa regulamentação e das normas e condutas programadas no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024, garantir maior confiabilidade ao mercado por meio da padronização global e, conseqüentemente, comparabilidade entre as informações divulgadas no mercado de capitais, utilizando-se de mecanismos voluntários em um primeiro momento.

Dessa forma, tais iniciativas representam um passo importante na construção de mercados mais transparentes e eficientes, por meio da harmonização de mecanismos voluntários e obrigatórios de divulgação. Não é possível, contudo, afirmar que se trata de uma

solução definitiva, diante das insuficiências do modelo “pratique ou explique” e da ainda falta de maturidade ESG aos *players* do mercado de valores mobiliários, tanto emissores, quanto investidores.

A insuficiência das soluções regulatórias e autorregulatórias verificadas não podem significar a ausência de solução para esse problema informacional, mas a oportunidade de refletir verdadeiramente sobre o papel da regulação e a sua extensão. Em um mundo em que aspectos regulatórios e autorregulatórios têm sido cada vez mais determinantes para que os empreendedores decidam onde desenvolver as suas atividades, quem sabe a regulamentação séria e que realmente mitigue o risco de *ESG-washing* possa não vir a ser o diferencial competitivo.

A consequência será uma importância cada vez maior da qualidade da informação não financeira divulgada e, por que não, a ascensão de empreendimentos de *rating* de maturidade ESG como os novos *gatekeepers* do mercado de capitais. Aguardem-se as cenas dos próximos capítulos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. **The Market for: quality uncertainty and the market mechanism.** The Quarterly Journal of Economics, New York: Oxford University Press, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Oxford University Press. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 20 ago. 2023.

ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros** (2 abr. 2023). Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ANBIMA. **Guia ASG II Aspectos ASG para Gestores e para Fundos de Investimento** (23 dez. 2021). Disponível: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

ANBIMA. **União Europeia Avança na Determinação de Padrões de Divulgação de Informações para Produtos ASG** (2021, 31ª edição). Disponível em: https://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/uniao-europeia-avanca-na-determinacao-de-padroes-de-divulgacao-de-informacoes-para-produtos-asg.htm. Acesso em: 5 ago. 2023.

ANDERSSON, Jan Bertil. **Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: a Critical Review.** The European Financial Market in Transition, Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.), Kluwer Law International, 2011, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-19, p. 89-105, 22 jun. 2011. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869916. Acesso em: 24 ago. 2023.

ATCHABAHIAN, Ana Cláudia Ruy Cardia. **ESG Teoria e prática para a verdadeira sustentabilidade nos negócios**. São Paulo: Expressa, 2022.

BAGNOLI, Vicente. Direito econômico, 6ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. ISBN 9788522484331. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

BELINKY, Aron et al. **A New era for Sustainability Assessment of Firms?** Achievements and Challenges in Incorporating Big Data and Artificial Intelligence into Existing Frameworks. In: XIX USP International Conference in Accounting, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1570.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BLACKROCK. **Viewpoint, Exploring ESG: A Practitioners Perspective**, jun. 2016., Disponível em: <https://nordsip.com/wp-content/uploads/2016/11/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BLOOMBERG. **Impact Report Update 2015**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/company/press/2015-bloomberg-impact-report-a-message-from-our-founder/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BODNAR, Paul; KENT, Elizabeth. **Enhanced ESG Disclosures for Investment Funds and Advisers: A Comment from BlackRock**. 13 set. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/13/___trashed-15___trashed/.

BORNSTEIN, Stephanie. **The Enforcement Value of Disclosure**. Duke Law Journal, vol. 72, p. 1771, Durham, 12 maio 2023, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4446337>. Acesso em: 5 set. 2023.

BRASIL. CVM. **Finanças Sustentáveis – Plano de Ação da CVM** (out. 2023). Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/>

acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-acao-de-financas-sustentaveis/plano_de_acao_financas_sustentaveis_cvm_bienio_2023_2024.pdf. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

BRASIL. CVM. **Processo CVM N° RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Processo CVM SEI n° 19957.004286/2019-40**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 09/20. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_relatorio.pdf. Acesso em: 17 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa** (2002). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM N° 175, de 23 dezembro de 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM n° 193, de 20 de outubro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de out. de 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM n° 21, de 25 de fevereiro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de set. de 2023.

COFFEE JR., John C. **The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk**, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020, 10 mar. 2021 Columbia

Business Law Review. 602. 2021. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680. Acesso em: 15 ago. 2023.

CRISTÓFALO, R. G.; AKAKI, A. S.; ABE, T. C.; MORANO, R. S.; MIRAGLIA, S. G. K. **Sustentabilidade e o Mercado Financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE)**. Revista de Gestão, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/129030>. Acesso em: 13 set. 2023.

EL-HAGE, Javier. **Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings?** Journal of Corporate & Financial Law. v. 26, n. 2, 2021. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol26/iss2/2/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

EUA. SEC. **Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices**. Nova York, 25 maio 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/2022/05/enhanced-disclosures-certain-investment-advisers-and-investment-companies-about>. Acesso em: 10 jun. 2023.

EUA. SEC. **Petition for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure from Cynthia A. Williams, Osler Chair in Bus. Law, Osgoode Hall L. Sch. & Jill E. Fisch, Saul A. Fox Distinguished Professor of Bus. Law, U. Pa. L. Sch.** To Brent J. Fields, Sec'y, Sec. & Exch. Comm'n), 02 out. 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

EUA. SEC. **The Enhancement and Standardization Of Climate-Related Disclosures For Investors: 17 CFR 210, 229, 232, 239, e 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87**. Nova York, 24 mar. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>. Acesso em: 5 set. 2023.

EUA. SEC. **The Honorable Gary Gensler Chair Securities and Exchange Commission 100 F St. NE Washington, DC 20549 Re: Climate Change Disclosures.** 14 jul. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/climate-disclosure/c1112-8915606-244835.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2023.

EUA. SEC. **Vale S.A. Civil Action No. 22-Cv-2405 Complaint Jury Trial Demanded.** Nova York, 20 abr. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-72.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.** The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383, maio de 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 ago. 2023.

FILHO, Calixto S. **O novo direito societário.** São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611522. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

FRAZÃO, Ana. **Governança Corporativa e Compliance como Mecanismos para a Superação da Shareholder Theory.** Jota, 02 out. 2019. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>. Acesso em: 15 ago. 2023.

HADJIKYPRIANOU, George C. **The Principle of ‘Comply or Explain’ Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: is there a need for a change?** Corporate Law: Corporate Governance Law Journal, v. 81, n. 7, 27 nov. 2015. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2690687. Acesso em: 02 abr. 2023.

HENDERSON, Rebecca. **Moral Firms?** *Daedalus*, v. 152, n. 1, p. 198-211, dez. 2023 (p. 198-200). MIT Press. Disponível em: https://direct.mit.edu/daed/article-pdf/152/1/198/2072601/daed_a_01979.pdf. Acesso em: 02 abr. 2023.

HENRIQUE, M. R.; CIRINO, J. S.; CIRINO, J. S.; SAPORITO, A. **Análise do nível de adesão da Global Reporting Initiative (GRI):** Estudo do Relatório de Sustentabilidade das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. *Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*, v. 12, n. 1, p. 83-102, 2023. Disponível em: <http://revistas.unama.br/index.php/aos/article/view/2567/0>. Acesso em: 09 set. 2023.

KOLCAVA, Dennis. **Greenwashing and Public Demand for Government Regulation.** *Journal of Public Policy*, v. 43, n. 1, p. 179-198, 12 dez. 2022. Inglaterra: Cambridge University Press. <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-public-policy/article/greenwashing-and-public-demand-for-government-regulation/1250F9D4E47FB32662F176C6F6225AD5>. Acesso em: 24 ago. 2023.

KPMG. **ESG Ratings:** The EU's journey to Regulation Begins. Disponível em: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2023/06/esg-ratings-the-eus-journey-to-regulation-begins.html>. Acesso em: 17 ago. 2023.

LAGASIO, Valentina; CUCARI, Nicola. **Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure:** A Meta Analytical Review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 26, n. 4, p. 701-711, 22 jan. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1716>. Acesso em: 5 set. 2023.

MARQUIS, Christopher; TOFFEL, Michael W.; ZHOU, Yanhua. **Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure:** A Global Study of Greenwashing. *Organization Science*, v. 27, n. 2, p. 483-504, mar. 2016. Institute for

Operations Research and the Management Sciences. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/27419737>. Acesso em: 25 ago. 2023.

MOLNAR, Aladar. **Mandatory ESG Reporting: A Comparative Analysis of Brazil, the United States, and Europe.** SSRN Electronic Journal, 7 abr. 2022. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849. Acesso em: 17 set. 2023.

MUNAIER, Christian Gomes-e-Souza; MIYAZAKI, Fernando Rejani; MAZZON, José Afonso. **Morally Transgressive Companies and Sustainable Guidelines: Seeking Redemption or Abusing Trust?** Rausp Management Journal, v. 57, n. 4, p. 413-433, 22 set. 2022. Emerald. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rmj/a/w6yXySqjHWrFzb6MhpLXHbc/?format=pdf&lang=en>. Acesso em: 25 ago. 2023.

MUSSIO, Donna. HOULIHAN, Mary Beth, and SOUTER, Taylor. **To Lead or Not to Lead: Contrasting Recent Statements by SEC and ESMA Chairs on ESG Disclosure.** 2020. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/16/to-lead-or-not-to-lead-contrasting-recent-statements-by-sec-and-esma-chairs-on-esg-disclosure/>. Acesso em: 25 ago. 2023.

PARK, James J., **ESG Securities Fraud.** Wake Forest Law Review, Forthcoming, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 23-02, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4428212>. Acesso em: 10 set. 2023.

PEARS, Peter; BAINES, Tim; WILLIAMS, Oliver. **Greenwashing: Navigating the Risk.** 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/07/24/greenwashing-navigating-the-risk/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

PINHEIRO, Juliano. Mercado de Capitais. 9ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

PITTA, André Grünspun. **O regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: O Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. Coletânea da Atividade Negocial. São Paulo: Universidade Nove de Julho, 2019. Disponível em http://docs.uninove.br/arte/pdfs/Livro_Direito_2019_verbetes_26022019.pdf. Acesso em: 13 ago. 2023.

REIS, Yasmin Fernandes; PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **Greenwashing e o Regime Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista dos Tribunais, n. 1054, ago. 2023. São Paulo. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/50276>. Acesso em: 27 ago. 2023.

RÊS, P.; DOMENICO, D. D.; TRÊS, N. **Nível de Disclosure nos Relatórios de Sustentabilidade em Conformidade com o Global Reporting Initiative (GRI)**. Revista Ambiente Contábil, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, ISSN 2176-9036, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/28710>. Acesso em: 9 set. 2023.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A protecção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2ª ed. São Paulo; Malheiros, 2008.

SCHLEICH, Melissa Velasco. **Quais são as Políticas e Práticas em Recursos Humanos mais Utilizadas pelas Empresas com Melhores Índices ESG no Brasil?** Revista de Administração de Empresas, v. 62, n. 5, 2021. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8632469>. Acesso em: 5 set. 2023.

SHAPIRO, Corey. **Green Funds in a Gray Area.** *Columbia Journal Of Environmental Law*, Columbia Journal of Environmental Law, v. 48, n. 2, p. 63, 9 jun. 2023. Columbia: Columbia University Libraries. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjel/article/view/11734>. Acesso em: 10 jun. 2023.

SILVA, V. M.; LUCENA, W. G. L. **Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]3.** *Revista Gestão & Tecnologia*, Pedro Leopoldo, v. 19, n. 2, p. 109-125, 2019. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/53027/contabilidade-ambiental--analise-da-participaca--->. Acesso em: 13 set. 2023.

STIGLER, George J. **Public Regulation of the Securities Markets.** *The Journal of Business*, vol. 37, no. 2, p. 117-142. Chicago: The University of Chicago Press, abr. 1964. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 12 ago. 2023.

STIGLER, George J. **The Theory of Economic Regulation.** *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, no. 1, p. 335-358, California: RAND Corporation, outono de 1974. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003113>. Acesso em: 13 ago. 2023.

STIGLITZ, Joseph E. **Information and Capital Markets.** In *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner*, ed. W.F. Sharpe and C.M. Cootner, p. 118-158. Nova Jersey: Prentice-Hall, 1982 Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w0678>. Acesso em: 20 ago. 2023.

UE. ESMA. **Consultation on Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-Related Terms** (União Europeia, 18 nov. 2022 a 20 fev. 2023). Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related>. Acesso em: 10 jun. 2023.

VALLETTE, Jacqueline M.; GRAY, Kathryn M. **SEC's Climate Risk Disclosure Proposal Likely to Face Legal Challenges**. 10 de maio de 2022. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/05/10/secs-climate-risk-disclosure-proposal-likely-to-face-legal-challenges/>. Acesso em: 10 ago. 2023.