

ASSIMETRIA INFORMACIONAL E O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA REGULAÇÃO DE DIRETRIZES SOBRE A DIVULGAÇÃO DE PRÁTICAS ASG IMPLEMENTADAS POR COMPANHIAS ABERTAS

Eduardo Oliveira Agostinho¹

Isabela Germano e Silva²

Rodrigo João Giaretton³

Sumário: 1. Introdução. 2. Breves Considerações sobre a Comissão de Valores Mobiliários. 3. O Papel da CVM na regulação das diretrizes informacionais sobre a divulgação de Boas Práticas ASG pelas companhias abertas. 3.1. A gênese e relevância do acrônimo ASG como um retorno ao debate sobre a ressignificação da função social da empresa. 3.2. O dever de informação das companhias abertas a partir da demanda de investidores por informações não financeiras e o papel regulatório da CVM sobre a assimetria informacional 4. Conclusão. 5. Referência

¹Professor Titular de Direito Empresarial no Curso de Graduação e do Programa de Pós-graduação em Direito da PUCPR. Doutor em Direito Econômico e Desenvolvimento pela PUCPR. Pesquisador visitante da Université Paris I – Panthéon-Sorbonne. Advogado em Curitiba com atuação no campo do Direito Empresarial, sócio da NGA Advogados.

²Mestranda em Direito Econômico pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (2023-2025). Especialista em Direito Público pela Fundação Escola do Ministério Público do Estado do Paraná – FEMPAR e em Direito Aplicado pela Escola da Magistratura do Estado do Paraná – EMAP. Advogada.

³Mestrando em Direito Econômico pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (2023-2025). Especialista em Direito Processual Civil pelo Instituto de Direito Professor Romeu Felipe Bacellar. Advogado.

Bibliográficas.

Palavras-Chave: Dever de Informação; Análise Econômica do Direito, Regulação; Desenvolvimento

1. INTRODUÇÃO



Reconhece-se que o mercado apresenta imperfeições que tendem a refrear a maximização da eficiência e o desenvolvimento econômico. Uma dessas imperfeições é a assimetria de informações entre os agentes econômicos, que ocorre quando um deles possui mais informações do que o outro durante uma negociação. Essa distorção no mercado é particularmente preocupante no contexto do mercado de valores mobiliários, no qual a informação exerce uma influência significativa nas decisões de investimento daqueles que procuram esse mercado para alocação de suas poupanças. Por essas razões, justifica-se a intervenção do Estado nesse ambiente institucional, por meio da regulação.

Neste desiderato, por meio da Lei 6.385/76, cria-se a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, autarquia em regime especial, dotada de autoridade administrativa independente, com mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e, portanto, livre de subordinação hierárquica, com completa autonomia financeira e orçamentária. Tais características, em especial a autonomia, são essenciais ao escorreito desempenho de suas atividades por meio do poder normativo, fiscalizador e punitivo do mercado de valores mobiliários, tendo por fundamento o interesse público, confiabilidade, eficiência de mercado, competitividade, mercado livre e proteção ao investidor.

Conforme observado no correr do presente trabalho, a CVM desempenha papel crucial na regulação da assimetria informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro,

fundamentada essencialmente na política do *full disclosure*. Quer-se dizer, na transparência no fornecimento de informações.

Especialmente no que diz respeito implementação dos fatores Ambiental, Social e de Governança – ASG, percebe-se que a necessidade da provisão de informações sobre essas dimensões da atividade empresarial tem se tornado cada vez mais relevante para investidores, reguladores e partes interessadas, uma vez que incorporam aspectos não financeiros que podem impactar o desempenho e a sustentabilidade das empresas no longo prazo.

No entanto, a assimetria informacional entre as Companhias Abertas e agentes de mercado pode dificultar a adequada compreensão sobre a adoção efetiva dessas práticas nessas empresas, restringindo, inclusive, a possibilidade de comparação entre as alternativas captadoras de investimentos.

Nesse contexto, compreende-se como fundamental o papel a ser desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários na forma de apresentação das informações ASG, o que permite, também, a difusão de melhores práticas envolvendo fatores Ambientais, Sociais e de Governança.

Para o alcance desse propósito, contudo, faz-se necessário que a autarquia procure aprimorar, de forma constante, os parâmetros e instrumentos informacionais que assegurem a divulgação de informações relevantes, financeiras e não financeiras, permitindo que investidores e partes interessadas possam obter os subsídios necessários para o processo decisório de investimento devidamente esclarecido.

A transparência é um princípio fundamental nesse processo, contribuindo para a eficiência do sistema financeiro e para a propagação de mecanismos indutores, não somente de mitigação de externalidades negativas, mas sobretudo, de geração de externalidades positivas pelas Companhias Abertas.

Trata-se tal perspectiva, em verdade, de um movimento dos reguladores do mercado de valores mobiliários em diversos

países, como resposta a demandas de organizações internacionais e de investidores institucionais, encontrando-se a CVM atenta à essa expectativa desses agentes econômicos no contexto brasileiro.

Nesse contexto, busca-se, pelo presente artigo, estudar o papel da Comissão de Valores Mobiliários, sob o enfoque da assimetria informacional, na implementação dos fatores Ambiental, Social e de Governança – ASG, pelas companhias abertas no país.

Para tanto, a partir da metodologia hipotético-dedutiva, lastreada em doutrina e textos de lei e de normas administrativas regulatórias, procura-se demonstrar a relevância do agente regulador do Mercado de Valores Mobiliário dentro de uma de suas funções originárias, qual seja, a mitigação da assimetria informacional, sobretudo na perspectiva de tutela aos investidores como titulares de direitos individuais homogêneos.

Dentro desse objetivo, apresenta-se inicialmente, considerações sobre o papel da CVM preconizados pela legislação que a instituiu, em uma interpretação teleológica, para então, em seguida, demonstrar-se a convergência entre os objetivos precípuos de sua atuação, estando contido nesse escopo o novel cenário advindo das dimensões ASG na abrangência informacional a ser considerada na relação entre companhias abertas e mercado.

2. CONSIDERAÇÕES SOBRE A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM E OS PRINCÍPIOS ORIENTADORES DE SUA ATUAÇÃO COMO REGULADORES DE MERCADO

O sistema financeiro nacional pode ser compreendido como um conjunto de instituições e organizações que se dedicam ao trabalho de propiciar condições satisfatórias de mercado entre empreendedores, poupadores e investidores. O mercado

financeiro seria o ambiente em que se processam informações e se permite que um agente econômico qualquer (seja pessoa física ou jurídica), sem perspectivas de aplicação, seja colocado em contato com outro cujo as perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades, resultando assim, como um elemento dinâmico no processo de desenvolvimento econômico de um país.

Para melhor funcionamento desse mercado é inconteste a necessidade de criação de instituições formais e organizações, partindo-se de uma estruturação capaz de incentivar o seu fortalecimento, e ao mesmo passo, a proteção daqueles que dele participam. Neste diapasão incumbiu-se esse relevante papel no Brasil, ao Conselho Monetário Nacional – CMN, ao Banco Central do Brasil – BACEN e, ainda, à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, dentre outras, sendo que, para o estudo em tela, destaca-se o papel dessa última autoridade regulatória.

A regulação financeira do país, dentro dos preceitos norteadores de sua atuação, tem como objetivo duas perspectivas complementares. A primeira, na dimensão vertical (em inglês, *financial deepening*), busca ampliar a quantidade de ativos financeiros em relação às atividades econômicas de maneira abrangente, incluindo empréstimos, transações de crédito ou participação por meio de instrumentos financeiros, descontos, antecipação de recursos, entre outros. A segunda, na dimensão horizontal (*financial broadening*), tem por escopo o aumento do número de instituições operando e das modalidades operacionais ofertadas à negociação, privada ou publicamente⁴.

É com apoio nesses objetivos que se procura realizar o equilíbrio entre um sistema financeiro orientado para o crédito por intermédio dos bancos e aquele orientado para o mercado de capitais, com especial atenção à necessidade de criação de um órgão estatal especializado, com capacidade de acompanhar a

⁴ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 266-267.

dinâmica de mercado e regular a conduta de todas as partes envolvidas⁵.

Sancionada em dezembro de 1976, a Lei 6.385 é considerada como um importante marco na regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro, porquanto responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e, por consequência, representar indelével contribuição para o desenvolvimento econômico e financeiro do país ao estabelecer um ambiente institucional de proteção à poupança popular dirigida ao investimento no mercado de capitais.

A Lei 6.385/76 tem amparo sobretudo na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB). Denota-se sua legitimação no âmbito do título VII, que trata sobre a ordem econômica e financeira e, mais especificamente, a par do disposto no artigo 174, que dita a necessidade de propositura de Lei Complementar para fins de regular a atividade econômica brasileira, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado⁶.

Legalmente vinculada ao Poder Executivo, a CVM é uma entidade autárquica em regime especial, dotada de autoridade administrativa independente, com mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e, portanto, livre de subordinação hierárquica, com completa autonomia financeira e orçamentária⁷ - ainda que tenha obrigação de desempenhar seus serviços nos exatos limites definidos por lei⁸.

Segundo Maria Sylvania Zanella Di Pietro, ao ser intitulada

⁵ ROSA, M.E.F. *O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. 2012. 140 P. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2012. p. 69.

⁶ BRASIL. *Constituição (1988)*. Constituição da República Federativa do Brasil, 1988. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. Diário Oficial União, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

⁷ Artigo 5º da Lei 6385/76, com redação dada pela Lei 10.411/02.

⁸ PIETRO, Maria Sylvania Zanella D. *Direito Administrativo*. São Paulo. Grupo GEN, 2023. p. 578/579.

como sendo uma “autarquia em regime especial” significa dizer que a CVM é um serviço estatal descentralizado, responsável por executar atividades típicas de Administração Pública de forma autônoma e independente, com capacidade de autoadministração e patrimônio próprio. Nada obstante, pelo fato de possuir personalidade jurídica de natureza pública, faz-se imperioso salientar que a CVM tem obrigação de desempenhar seus serviços nos exatos limites definidos por lei.

Essa autonomia funcional, decisória administrativa e financeira se justifica na sua especialidade, porquanto referendadas às autarquias responsáveis por regular e fiscalizar setores de maior impacto à sociedade, buscando assegurar melhor eficiência e qualidade aos serviços prestados nesses mercados⁹.

Outros pontos relevantes tratam da validação de seus atos decisórios, os quais não podem ser revistos ou alterados pelo Poder Executivo, bem como da independência de seus dirigentes (colegiado composto atualmente por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal), tendo maior estabilidade para o exercício de suas funções atribuídas em lei¹⁰.

Importante destacar que a CVM atua como um órgão colegiado de deliberação, pelo qual o Presidente e os Diretores expressam seus votos, sem que haja uma hierarquia entre eles. Somente em situações de empate é que o voto do Presidente tem o poder decisivo. Dessa forma, seja para realizar alterações nas normas ou para aplicar penalidades, as decisões da CVM são tomadas por meio de votação dos membros do colegiado, seguindo a maioria ou a unanimidade¹¹. Outrossim, cabe salientar que

⁹PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. *Direito Administrativo*. São Paulo. Grupo GEN, 2023. p. 631.

¹⁰PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. *Direito Administrativo*. São Paulo. Grupo GEN, 2023. p. 637.

¹¹DUBEUX, J.R. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Teoria do Estado do Direito Constitucional). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito, 2005. p. 30.

Presidente e Diretores possuem competências distintas, as quais são delimitadas na Resolução CVM 24/21¹².

De acordo com o disposto no artigo 4º da Lei 6.385/76¹³, a CVM tem por atribuição, dentre outras¹⁴: (i) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, (ii) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; bem como (iii) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; e (iv) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

Ao lado dessas atribuições, tem-se as competências gerais, as quais estão delimitadas no artigo 8º da Lei 6.385/76 e, neste trabalho, em caráter não exaustivo: (i) regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na própria lei e na lei de sociedade por ações; (ii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários¹⁵, bem

¹²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº. 24 de 8 de março de 2021*. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol024.html>.

¹³Art. 1º *Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.*

¹⁴*Em que pese a Lei 6.385/76 prever outras atribuições, optou-se pelo enfoque apenas àquelas com maior relevância nos estudos realizados neste trabalho.*

¹⁵Art. 2º *São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures*

como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; e (iii) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas.

No que diz respeito às companhias abertas, denota-se a existência de um capítulo específico na Lei 6.385/76 (Capítulo V), pelo qual destaca-se o papel normativo e fiscalizador da CVM em regular as diretrizes a serem seguidas pelas companhias que se encontram ativas no mercado de valores mobiliários brasileiros, bem como àquelas que pretendem se alistar. Dentre as competências, ressalta-se a regulação sobre: (i) a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; (ii) relatório da administração e demonstrações financeiras;

e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

(iii) padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; (iv) informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; e (v) a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Pela leitura do exposto supra, denota-se, portanto, a ação fiscalizadora e os poderes deveres da CVM. Em suma, a partir de uma análise sistêmico-cronológica, o processo de regulação tem início com o poder normativo, por meio do qual regula-se e assessora-se a atuação dos agentes de mercado, apoiando-se em fundamentos e princípios. Prossegue-se, na sequência, pela fiscalização e acompanhamento das atividades dos participantes e, quando da constatação de irregularidades, utiliza-se de seu poder punitivo, assegurando-se a ampla defesa e, se necessário, a penalização daqueles que não observarem as diretrizes de regulação do mercado¹⁶.

No que tange ao papel julgador da CVM, denota-se do disposto no artigo 9º da Lei 6.385/76, a possibilidade da autarquia impor aos infratores as seguintes penalidades, isolada ou cumulativamente: (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (iv) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a lei; (v) inabilitação temporária, até o

¹⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 61 e 62.

máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a lei; (vi) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (vii) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

As características descritas acima, previstas na própria Lei 6.385/76, são de extrema importância para se entender o papel da entidade na disciplina, fiscalização e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e, pelo presente trabalho, na regulação de diretrizes informacionais sobre forma de divulgação de boas práticas ASG¹⁷.

Isto após a constatação, a partir do instrumental interpretativo da análise econômica do direito, de que o mercado não atua de forma perfeita e que, por este motivo, faz-se necessária sua regulação. Destacam que dentre as inúmeras falhas existentes, tem-se a ocorrência de assimetria informacional. Tal situação ocorre quando há uma vantagem/desvantagem entre os agentes econômicos. Quer-se dizer, quando uma das partes possui mais ou menos informações do que a outra no momento da negociação. As negociações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários são exemplo clássico de um ambiente de informação assimétrica, em que certas companhias emissoras de ações possuem maiores informações sobre os títulos do que os investidores interessados na sua inversão. Nesta senda conclui-se que essa assimetria representa uma falha no mercado e, por consequência, caracteriza-se um ambiente propício a não promover a maximização do bem-estar social¹⁸.

E é a partir dessa falha de mercado e da necessidade de

¹⁷Os fatores ASG serão tratados de forma mais aprofundada no capítulo 2 do presente artigo.

¹⁸As questões relacionadas à assimetria informacional serão melhor abordadas no capítulo 2 do presente trabalho.

intervenção estatal para a sua mitigação que surge a CVM, que tem por finalidade básica a normatização e fiscalização do mercado de valores mobiliários, representado principalmente (mas não exaustivamente) por ações, partes beneficiárias e debêntures, *bônus de subscrição*, *notas comerciais* e outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas e autorizados pelo Conselho Monetário Nacional. Ademais, a sua atuação abrange três importantes segmentos do mercado, quais sejam: a) instituições financeiras; b) companhias de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão encontram-se em negociação em Bolsas de Valores e mercado de balcão; e c) investidores, à medida que é seu objetivo atuar de forma a proteger seus direitos¹⁹.

A par das dificuldades expostas e, visando assegurar maior efetividade na realização de seus trabalhos, a CVM estabelece, ainda, diretrizes a serem seguidas em sua atividade regulatória. Os fundamentos utilizados como base para a regulação do mercado de valores mobiliários são: interesse público, confiabilidade, eficiência de mercado, competitividade, mercado livre e proteção ao investidor.²⁰

A CVM adotou essas orientações com o objetivo de estabelecer um modelo de atuação fundamentado na livre-iniciativa e na economia de mercado, em que ao mesmo tempo em que aceita as ferramentas de mercado, reconhece e identifica a existência de ineficiências e conflitos de interesses em seu funcionamento. Dessa forma, cabe à CVM eliminar, reduzir ou conciliar tais conflitos, com intuito de garantir a confiabilidade, atrair investidores e assegurar tratamento justo a todos os participantes.

A partir do exposto supra, proceder-se-á ao estudo do papel da CVM na regulação da forma de divulgação da adoção de boas práticas ASG por companhias abertas, em especial no que

¹⁹NETO, Alexandre A. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, Grupo GEN, 2021, p. 48.

²⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Portal do Investidor. Fundamentos, Princípios e Políticas*, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1>.

diz respeito às competências relacionadas à redução da assimetria informacional e relação de confiabilidade entre empresas, acionistas e demais partes interessadas.

3. O PAPEL DA CVM NA REGULAÇÃO DAS DIRETRIZES INFORMACIONAIS SOBRE A DIVULGAÇÃO DE BOAS PRÁTICAS ASG PELAS COMPANHIAS ABERTAS

A despeito da integração das boas práticas ASG (ambiental, social e governança) ao propósito das companhias abertas estar em voga globalmente em virtude da gradual conscientização sobre a necessidade de promoção de atitudes sustentáveis e responsabilidade corporativa, as discussões acerca do tema surgiram há muitos anos.

Dessa forma, parte a compreensão do papel da CVM a partir dos preceitos lançados na Lei 6.385/76, e da sua relação com o escopo de maior abrangência advindo dessa novel (ou revivida) perspectiva quanto à função social da empresa.

3.1. A GÊNESE E RELEVÂNCIA DO ACRÔNIMO ASG COMO UM RETORNO AO DEBATE SOBRE A RESSIGNIFICAÇÃO DA FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

O termo ASG surgiu em 2004, quando o Pacto Global, em parceria com o Banco Mundial, por meio de um documento nomeado “*Who Cares Wins: connecting financial markets to a changing world*”, resolveu por bem provocar as principais instituições financeiras do mundo acerca de como poderiam integrar os fatores ASG em suas atividades e, por consequência, no mercado de valores mobiliários²¹. Buscou-se fomentar a possibilidade de atingimento de metas a longo prazo, de modo a conectar

²¹PACTO GLOBAL e STILINGUE. ESG: *Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa.*, 2021. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>.

as boas práticas de mercado e as mudanças globais.

No ano seguinte, 2005, com o intuito de fortalecer a agenda ASG, o Pacto Global engendrou a criação do principal proponente mundial do investimento sustentável, conhecido como “*Principles for Responsible Investment* (PRI) – em português, Princípios para o Investimento Responsável. De forma independente, o PRI tem por objetivo apoiar os investidores na incorporação dos fatores ASG na tomada de decisão, buscando melhores retornos e melhor gerenciamento de risco. Pelos princípios, em breve síntese, os signatários devem: (a) incorporar questões ASG nas análises de investimentos e aos processos de tomada de decisão; (b) incorporar questões ASG em políticas e práticas de propriedade; (c) buscar divulgação adequada acerca do tema ASG; (d) promover a aceitação e implementação dos princípios na indústria de investimentos; (e) aumentar a eficácia na implementação dos princípios; e, por fim, (f) publicar relatórios contendo o progresso na implementação dos princípios nas atividades²².

Já em 2015 cita-se outro marco importante na busca por um maior desenvolvimento sustentável, qual seja, a instituição, pela Organização das Nações Unidas (ONU), dos “Objetivos de Desenvolvimento Sustentável” (ODS), visando impulsionar o desenvolvimento global até 2030. Tais objetivos são apoiados em dezessete princípios: (i) erradicação da pobreza; (ii) fome zero; (iii) boa-saúde e bem-estar; (iv) educação de qualidade; (v) equidade de gênero; (vi) água limpa e saneamento; (vii) energia acessível e limpa; (viii) trabalho decente e crescimento econômico; (ix) indústria, inovação e infraestrutura; (x) desigualdades reduzidas; (xi) cidades e comunidades sustentáveis; (xii) consumo e produção responsáveis; (xiii) ação climática; (xiv) vida abaixo da água; (xv) vida em terra; (xvi) paz, justiça e instituições fortes e, por fim mas não menos importante, (xvii) parcerias

²²UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. *Principles for Responsible Investment*, Disponível em: <https://www.unpri.org/>.

para os objetivos.

Neste contexto, tem-se que os pilares ASG são divididos em três dimensões distintas (ambiental, social e governança), as quais, todavia, complementam-se entre si na busca da promoção do investimento responsável e desenvolvimento sustentável global.

Ao se falar da agenda ambiental, tem-se uma maior palpabilidade. Isto, pois, a partir de uma análise dos principais normativos sobre o tema ASG, nas mais diversas jurisdições²³, tem-se maior enfoque com preocupações relacionadas a questões climáticas e biodiversidade. Inclusive, a título exemplificativo, menciona-se o programa *Climate Action 100+*, tratando de iniciativa tomada pelos investidores para garantir que os maiores emissores de gás carbônico tomem medidas adequadas às mudanças climáticas²⁴.

Na dimensão social tem-se o almejo em promover uma sociedade mais justa e igualitária, com inclusão social e respeito aos direitos humanos. De acordo com o próprio relatório “*Who Cares Wins*” – responsável por enveredar questões ASG – a análise da agenda social visa solidificar questões de segurança e saúde no ambiente de trabalho, melhoria da relação com as partes interessadas (fornecedores, contratados, consumidores e afins) e aproximação com a comunidade, visando a melhoria do desempenho, transparência e a responsabilidade, reduzindo eventuais riscos reputacionais²⁵.

Por último das siglas, tem-se a agenda governança. Ponto

²³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022, p 24-34. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

²⁴CLIMATE ACTION 100+. *Climate Action 100+*. Disponível em: <https://www.climateaction100.org/>.

²⁵UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/file-admin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

de maior sensibilidade, as questões aqui relacionadas envolvem não apenas os aspectos de gestão empresarial, mas também o gerenciamento dos interesses dos acionistas e das partes interessadas. O conceito de governança corporativa pode ser definido, em síntese, como um conjunto de mecanismos aptos a contribuir com o processo decisório na alta gestão e com o relacionamento dos principais personagens das organizações empresariais, com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para os negócios²⁶.

Partindo-se para uma perspectiva mercadológica, as questões de governança tendem perfilar um caminho de modo a promover relação de maior confiabilidade entre as partes envolvidas, além de valorizar de forma mais concreta a integridade e a consciência ambiental. Para tanto, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) reformulou, nesse ano de 2023, seu código de melhores práticas, baseando-se, primordialmente, em cinco princípios. O primeiro deles é a integridade, por meio do qual recomenda-se o constante aprimoramento da cultura ética e da coerência entre o discurso e a prática, considerando-se tanto as partes interessadas, a comunidade e o meio ambiente. Como segundo princípio, tem-se a transparência, por meio do qual recomenda-se às empresas a fornecerem maiores informações sobre suas atividades, não apenas no que diz respeito ao desempenho econômico-financeiro, mas, também, outros fatores que conduzem à otimização do valor da organização. O terceiro trata da equidade, visando a obtenção de tratamento justo e isonômico aos sócios e demais partes interessadas, levando em consideração direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. O quarto princípio aborda a prestação de contas (em inglês, *accountability*), que deve ocorrer de modo claro, conciso, compreensivo e tempestivo, atuando, os gestores, com diligência e acuidade na divulgação de informações. Por fim,

²⁶SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 2.

tem-se a sustentabilidade, pela qual os agentes devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas, além de procurar aumentar as externalidades positivas, levando em consideração, nos seus modelos de negócios, diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos²⁷.

A ideia da governança corporativa é, portanto, estabelecer deveres fiduciários à alta gestão, visando a mitigação de riscos e redução de práticas abusivas, de modo a criar uma relação de maior confiabilidade entre as partes interessadas, além do compromisso com a geração de externalidades positivas na condição de agentes conscientes da integração da empresa ao ecossistema social, econômico e ambiental.

Nada obstante, então, a teoria das boas práticas ASG – com enfoque ao desenvolvimento econômico sustentável –, denota-se, na prática, alguns contornos difíceis de serem parame-trizados, com enfoque, no presente trabalho, à assimetria informacional.

Isto porque, segundo relatório Fibras, a falta de dados e bases relacionados ao tema ASG, a ausência de instrumentos sólidos de identificação de relevância (padronização), bem como ausência de definição do que pode ser caracterizado como um investimento sustentável provoca incertezas quando da concretização dos investimentos. Os investidores e demais partes interessadas buscam transparência no relato de informações relevantes, permitindo, pois, que sejam tomadas decisões bem fundamentadas e seguras a garantir o funcionamento eficiente do sistema financeiro²⁸.

²⁷IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 6. ed. São Paulo – SP: 2023, p. 18-19.

²⁸FIBRAS. *Finanças Sustentáveis: Um Panorama*, 2020. Disponível em: <https://labinovacaoofinanceira.com/2020/07/09/em-parceria-com-o-lab-projeto-fibras-lanca-publicacoes-sobre-financas-verdes-e-sustentaveis/>.

Daí surgem as preocupações, por exemplo, com a prática de “maquiagem verde” (traduzido do inglês, *greenwashing*) que, no entendimento de Aristides Brito Júnior, pode ser conceituada como a falta de coerência das organizações empresariais ao publicizar informações distorcidas acerca da temática ASG, quando das elaborações de seus relatórios anuais. Conclui-se pela necessidade de maior transparência nos processos produtivos e de gestão, com enfoque no campo da governança corporativa e responsabilidade social organizacional²⁹.

Reforçando-se a compreensão de que a assimetria informacional é uma falha de mercado, na medida em que quando da interação entre duas partes, uma delas detém maiores informações do que a outra sobre o que está sendo negociado,³⁰ de forma que tal situação representa espaço propício ao comportamento oportunista, eis que em um quadro de conflito de interesses, haveria um incentivo dos próprios participantes em explorar essa assimetria, em seu favor, ou em prejuízo a outra parte, o que, por consequência, levaria a uma ineficiência do mercado³¹.

De acordo com as lições de Fábio Tokars, ao discorrer sobre os fundamentos fixados por Joseph Stiglitz, dentre as consequências a serem citadas, selecionou-se dois fenômenos: (i) a seleção adversa (em inglês, *adverse selection*) e (ii) o risco moral (em inglês, *moral hazard*). O primeiro deles se apoia no exemplo da seguradora, em que esta, antevendo o padrão efetivo dos riscos assumidos pelos segurados (desequilíbrio informacional), conduz a adequação de valores dos prêmios. Já o segundo ocorre quando o segurado, vinculado a uma estrutura de baixo

²⁹BRITO JUNIOR, A.; GIACOMINI FILHO, G. *Greenwashing e as organizações no contexto do século XXI / Greenwashing and the organizations in the century XXI context*. Revista Metropolitana de Sustentabilidade (ISSN 2318-3233), São Paulo, v. 4, n. 1, p. 95–106, 2014. Disponível em: <https://revistaseletronicas.fmu.br/index.php/rms/article/view/253>.

³⁰BRAGA, Rodrigo Bernardes. *Fundamentos da Regulação: Uma análise jurídica e econômica*. Editora Singular. São Paulo, 2021.

³¹STIGLITZ, Joseph E., Regulation and Failure (Spanish) (December 13, 2010). Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23, 2010, p.14.

risco, altera o seu comportamento elevando seu padrão de risco após a contratação³².

Fábio Tokars discorre, ainda, sobre esse postulado na perspectiva do mercado de valores mobiliários. Na oportunidade, sinaliza a importância de as companhias abertas adotarem padrões de governança corporativa – representada como um custo necessário –, diante dos riscos das desconfianças advindas das assimetrias de informações e eventual incapacidade do Estado em impedir tais comportamentos danosos aos interesses dos investidores³³.

A partir da constatação dessas dificuldades é que se voltam os olhares à necessidade de maior normatização pela CVM sobre as diretrizes informacionais envolvendo a divulgação das boas práticas ASG pelas companhias abertas, de modo que as organizações empresariais atendam de modo eficiente às recomendações e regulações, reduzindo, por consequência, as externalidades negativas.

À título ilustrativo, observa-se que, nesse mesmo caminho, passou a vigor na União Europeia, nesse ano de 2023, a *Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*³⁴, que determinam às companhias abertas com atuação em países da União Europeia com mais de 500 empregado a apresentação de relatório de sustentabilidade de forma mandatória a partir de 2025, estimando-se que tal medida abrangerá aproximadamente 11.700 (onze mil e setecentas) empresas.³⁵ De outro lado, no

³²TOKARS, Fábio. *Assimetria Informacional*. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. O que é análise econômica do direito: uma introdução. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2016, p. 96-97.

³³TOKARS, Fábio. *Assimetria Informacional*. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. O que é análise econômica do direito: uma introdução. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2016, p. 100.

³⁴EUROPEAN UNION. *l. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022*. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>.

³⁵EUROPEAN COMMISSION. *Corporate Sustainability Reporting*. Disponível em: <https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate>

tocante à regulação pertinente ao tema informações de fatores ASG nos Estados Unidos, cabe observar que, apesar de ainda não haver um instrumento nesse sentido em vigência instituído pela *Securities & Exchange Commission – SEC*, encontrando-se tal normativa em construção, tem-se uma consciência concreta das empresas estadunidenses em reportar suas ações não obstante a politização que vem ocorrendo no tocante às práticas direcionadas a aspectos socioambientais em alguns estados. Aponta-se que 80% (oitenta por cento) das companhias listadas no S&P 500 publicaram relatórios de sustentabilidade, com informações não-financeiras e com disposições expressas sobre práticas ASG.³⁶

3.2. O DEVER DE INFORMAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS A PARTIR DA DEMANDA DE INVESTIDORES POR INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS E O PAPEL REGULATÓRIO DA CVM SOBRE A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

O papel regulador da CVM, no que diz respeito a divulgação de informações, tem regras bem definidas, com o objetivo de permitir aos investidores e potenciais investidores a tomarem decisões sólidas, em consonância com o que é conhecido como princípio do *full disclosure*³⁷, ou seja, da transparência no fornecimento de informações. A política do *disclosure* retrata o processo de divulgação de informações abrangentes e completas, pelas companhias abertas, de forma equitativa para todo o mercado. Por meio do *disclosure* o investidor, ou pretense investidor, encontra-se habilitado a direcionar seus investimentos, pelo

³⁶CARTER, Martha; FILOSA, Matt; LEE, Diana. *The DNA of 2023 U.S. Sustainability Reports*. in Harvard Law School Forum on Corporate Governance; 06 Out 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/10/06/the-dna-of-2023-u-s-sustainability-reports/>.

³⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p.134.

conhecimento dos riscos advindos das ofertas de mercado, evitando-se, assim, a utilização de informações privilegiadas (em inglês, *inside trading*)³⁸, que podem gerar prejuízos imensuráveis não apenas às partes envolvidas, mas a toda a sociedade.

No âmbito legal, cita-se como exemplo à menção ao princípio do *disclosure*, dentre outros, o artigo 157, §4º da Lei das Sociedades Anônimas (LSA)³⁹, que dita sobre o “dever de informar” dos administradores das companhias abertas, à bolsa de valores e à imprensa, qualquer deliberação ou fato relevante que possa influir na decisão dos investidores do mercado nas operações dos valores mobiliários. Faz referência, ainda, artigo 155, §4º da LSA⁴⁰, que sobrepôs o princípio da transparência, como um “dever de lealdade”, ao vedar a utilização de informação relevante ainda não divulgada com a finalidade de auferir vantagem no mercado de valores mobiliários brasileiros.⁴¹ Já no que trata a Lei 6.385/76, destacam-se não exaustivamente os artigos 4º, VI; 8º, III; 20, II; 21-A e 22, §1º, que serão abordados de modo mais aprofundado a frente.

No âmbito da divulgação de informação de fatores ASG não é diferente. Visando fomentar maior transparência e efetividade por parte das companhias abertas e aquelas que pretendem ser listadas, há anos a CVM edita diretrizes a serem seguidas.

³⁸CAMPINHO, Sergio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anonima*. 6. ed. São Paulo, Saraiva jur, 2022, p. 67.

³⁹Art. 157. § 4º *Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.*

⁴⁰Art. 155. *O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado [...] § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.*

⁴¹AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; FARIAS, Luccas. *O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022*. in Revista Brasileira de Direito Empresarial. v 9 n 1, Jan/Jul 2023, pp. 67-72

Em estudo elaborado pela própria autarquia, tratando sobre a agenda ASG e o mercado de valores mobiliários brasileiro, a CVM recorda algumas das principais diretrizes implementadas na busca de maior desenvolvimento na disseminação de informações consistentes pelos agentes de mercado.

No ano de 2009 a CVM editou a Instrução Normativa n°. 480, que dispunha sobre o registro dos emissores de valores mobiliários, bem como disponibilizava o chamado “Formulário de Referência”⁴², contendo informações a serem divulgadas por empresas no que diz respeito às políticas socioambientais e seus respectivos custos.

Em 2014 houve a publicação da Instrução CVM n°. 552 que, além da inclusão informação de aspectos de governança, elencou a necessidade de se divulgar dados socioambientais como fatores de risco no Formulário de Referência e práticas relacionadas ao mercado. Outra ação relevante foi a promulgação da Lei 13.303/2016, que estabeleceu, dentro outras, diretrizes e requerimentos relacionados a gestão de risco e governança corporativa, bem como a necessidade de divulgação anual do relatório integrado de sustentabilidade por empresas estatais (empresa pública e sociedade de economia mista) e suas subsidiárias⁴³.

Ainda em 2016, recorda-se a elaboração do Código

⁴²O Formulário de Referência de Companhias Abertas é considerado é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, previsto no artigo 22, inciso II, da Resolução CVM n° 80/22, que engloba todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas. Disponível em: [https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre#:~:text=O%20FORMUL%C3%81RIO%20DE%20REFER%C3%8ANCIA%20\(FRE,meio%20do%20Sistema%20Empresas.NET](https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre#:~:text=O%20FORMUL%C3%81RIO%20DE%20REFER%C3%8ANCIA%20(FRE,meio%20do%20Sistema%20Empresas.NET).

⁴³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022. p 24. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

Brasileiro de Governança Corporativa para Companhias Abertas⁴⁴, pelo qual enveredou-se inúmeros princípios relacionados à prática de governança corporativa, utilizando-se do conceito “pratique ou explique”, como também, fatores importantes como: (i) a responsabilidade dos conselho de administração em alinhar o plano estratégico com as questões socioambientais; (ii) avaliação periódica de riscos assumidos pela companhia, incorporando os aspectos ASG; (iii) deveres fiduciários dos agentes de mercado, alinhados com os valores e princípios éticos da companhia.⁴⁵

Seguindo para 2017, foi publicada a Instrução CVM nº. 586, tendo por objetivo aperfeiçoar os trabalhos anteriores elevando o nível de exigibilidade quanto a transparência das informações repassadas aos investidores no mercado acionário brasileiro, no que se incluem as práticas ASG. E, já no ano de 2021, editou-se a Resolução CVM nº. 59, propondo-se a promover a redução de custo de observância dos emissores de valores mobiliários e, ainda, o avanço do Formulário de Referência – alinhado às iniciativas de padronização internacional –, quanto a divulgação de informações de práticas ASG⁴⁶.

No ano de 2022 denota-se a edição da Resolução 175/2022 (alterada pela Resolução 181/2023), tratando mais especificamente sobre o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimentos⁴⁷. E, por fim, mais

⁴⁴ANBIMA. *Código Brasileiro de Governança Corporativa. Companhias Abertas*. São Paulo, SP: IBGC, 2016. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>.

⁴⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022, p 25. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

⁴⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022, p 25. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

⁴⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº. 175 de 28 de*

recentemente, a CVM promulgou a Resolução 193/2023⁴⁸, a qual colocou o Brasil em posição de destaque no mercado de valores mobiliários⁴⁹. A normativa dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade com base no padrão internacional emitido pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB), em caráter voluntário, observando-se às recomendações da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários – IOSCO.

Dando continuidade ao estudo elaborado pela CVM, com o fim de identificar pontos de atenção à validação dos investimentos atrelados às boas práticas ASG, constata-se a elaboração de pesquisa empírica com investidores e companhias abertas. Pelos resultados, é possível identificar que, realmente, a assimetria informacional segue sendo um dos principais desafios a ser combatido. Pelos investidores, dentre os pontos mais abordados, tem-se a falta de transparência, confiabilidade e veracidade das informações, bem como a dificuldade de se obter dados concretos quanto aos impactos do ASG. Opina-se, inclusive, pela necessidade de padronização e obrigatoriedade na disponibilização dessas informações⁵⁰. Já no que diz respeito às

dezembro de 2022. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>

⁴⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM n.º 193 de 20 de outubro de 2023*. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20elabora%C3%A7%C3%A3o%20e,International%20Sustainability%20Standards%20Board%20%2D%20ISSB>.

⁴⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Brasil é 1º país no mundo a adotar relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade emitidas pelo ISSB*. Outubro, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/brasil-e-1o-pais-no-mundo-a-adotar-relatorio-de-informacoes-financeiras-relacionadas-a-sustentabilidade-emitidas-pelo-issb>.

⁵⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022, p. 43. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

companhias, verifica-se, em que pese divulgarem seus dados, ainda possuem dificuldade na exposição das informações, diante da variedade de relatórios existentes, de modo que seriam favoráveis, também, a padronização das informações⁵¹.

Nesse íterim, é possível perceber que o adensamento de um modelo de informações que tem por base não apenas aspectos econômico-financeiros, mas também aspectos ambientais, sociais e de governança se define pela relação ética entre acionistas e partes interessadas com as organizações empresariais com as que se relacionada. Vê-se, ainda, um posicionamento mais consistente relacionado a fatores ASG, uma vez que tendem a maximizar o valor da empresa e, ao mesmo tempo, gerenciar eficazmente as vulnerabilidades e os riscos corporativos⁵².

Feitas estas considerações, cabe, então, revigorar a problemática desse trabalho exposta em seu início. Afinal, a CVM teria competência para se debruçar sobre informações envolvendo a adoção de boas práticas ASG pelas companhias. Ou ainda, estariam as informações relacionadas a fatores ASG dentro do escopo de atuação da CVM, atribuindo-lhe, portanto, poderes para a determinação, às companhias, da obrigação de prestação de informação envolvendo tais práticas?

Conforme já tratado acima, A CVM, na qualidade de autarquia federal em regime especial, possui competências tanto abstratas quanto concretas, podendo exercer funções normativa, fiscalizadora, julgadora, consultiva ou de orientação, sancionadora ou de fomento, de acordo com as demandas de mercado.

No que diz respeito às questões de assimetria informacional, a Lei 6.385/76 atribui à CVM diferentes funções.

⁵¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022, p 46-47. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>.

⁵²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 177.

Pela leitura dos artigos 4º, IV, “c” e 8º, III, por exemplo, observa-se a ação fiscalizadora da CVM. Inicialmente, verifica-se a proteção dos titulares de valores mobiliários e investidores contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado, assegurando ao público acesso a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido. Na sequência, a fiscalização permanentemente das atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados. Em caso de inobservância dos ditames legais, a CVM atuará com seu papel sancionador, aplicando-se as penalidades previstas no artigo 11⁵³.

Outrossim, pela disposição dos artigos 21-A e 22, §1º, é possível verificar a ação normativa da CVM, que poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante, além de, no que diz respeito às companhias abertas: (i) exigir explicitação quanto a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação, relatório da administração e demonstrações financeiras; (ii)

⁵³BRASIL. Lei 6.385, de 09 de dezembro de 1976. Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

⁵³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 61 e 62.

padrões de contabilidade; (iii) relatórios e pareceres de auditores independentes; (iv) informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; (v) divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; (vi) realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados.

Nessa perspectiva, contata-se, então, que a CVM tem papel fundamental na regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro, de modo a garantir a redução da assimetria informacional, maior transparência, segurança e relação de confiabilidade entre os agentes econômicos e investidores –, fatores estes de ainda maior relevância a partir das novas demandas de mercado, notadamente no que diz respeito às preocupações relacionadas à preservação do meio ambiente, responsabilidade social e governança.

4. CONCLUSÃO

A adoção de boas práticas ASG tem se tornado uma preocupação crescente para investidores e empresas. A integração de fatores ambientais, sociais e de governança no processo de tomada de decisão pode impactar positivamente o desempenho financeiro e a reputação das organizações.

No entanto, existem desafios a serem superados, como a assimetria informacional, que envolve a divulgação de informações distorcidas sobre práticas sustentáveis. A falta de dados confiáveis e a padronização das informações ASG também são obstáculos a serem enfrentados.

Nesse contexto, a governança corporativa desempenha um papel crucial, pois estabelece mecanismos para promover a tomada de decisões eficientes e o relacionamento entre os diversos atores das organizações empresariais, reduzindo conflitos de interesse e criando relação de confiança entre as partes interessadas.

Além disso, observa-se que CVM possui atribuições que visam promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações e proteger os investidores contra práticas ilegais, fraudes e manipulações. Constata-se, ainda, que a CVM desempenha papel fundamental ao estabelecer normas que incentivam a divulgação de informações relevantes pelas empresas, contribuindo para a redução da assimetria informacional e o fortalecimento das boas práticas ASG e permitindo que os investidores tomem decisões informadas. Sua independência e expertise no mercado de valores mobiliários permitem o desempenho das funções de forma efetiva e contributiva para o desenvolvimento econômico-financeiro e socioambiental do país.

A regulação da CVM desempenha, portanto, um papel fundamental na promoção das boas práticas ASG, garantindo a divulgação adequada de informações relevantes e permitindo que investidores e partes interessadas sejam menos vulneráveis às assimetrias. A integridade, a transparência, a equidade, a prestação de contas e a sustentabilidade são princípios essenciais nesse processo, contribuindo para a eficiência do sistema financeiro, para a redução de externalidades negativas e para a promoção de externalidades positivas.

Importante observar que não se pretende apontar, por meio do presente artigo, que a regulação envolvendo a

equalização da informação pertinente às boas práticas ASG, por si só, como o único meio para a integração das dimensões envolvendo esses interesses e os classicamente tratados no âmbito do direito societário e do mercado de valores mobiliários.

Em que pese ainda haver muito a ser feito nessa área, essas iniciativas são essenciais para o enfrentamento dos desafios atuais, promoção da sustentabilidade e a criação de valor de longo prazo.



5. REFERÊNCIAS

- AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; FARIAS, Luccas. *O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confi-dencialidade e a resolução CVM 80/2022*. in Revista Brasileira de Direito Empresarial. v 9 n 1, Jan/Jul 2023, p. 65-84.
- ANBIMA. *Código Brasileiro de Governança Corporativa. Companhias Abertas*. São Paulo, SP: IBGC, 2016. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 13 out 2023.
- BRASIL. *Constituição (1988)*. Constituição da República Federativa do Brasil, 1988. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. Diário Oficial União, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 13 out 2023.
- BRASIL. *Lei nº. 16.385/1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília. Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm.

Acesso em: 11 jun. 2023.

- BRAGA, Rodrigo Bernardes. *Fundamentos da Regulação: Uma análise jurídica e econômica*. Editora Singular. São Paulo, 2021.
- BRITO JUNIOR, A.; GIACOMINI FILHO, G. *Greenwashing e as organizações no contexto do século XXI / Greenwashing and the organizations in the century XXI context*. Revista Metropolitana de Sustentabilidade (ISSN 2318-3233), São Paulo, v. 4, n. 1, p. 95–106, 2014. Disponível em: <https://revistaseletronicas.fmu.br/index.php/rms/article/view/253>. Acesso em: 11 jun. 2023.
- CAMPINHO, Sergio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo, Saraiva jur, 2022.
- CARTER, Martha; FILOSA, Matt; LEE, Diana. *The DNA of 2023 U.S. Sustainability Reports*. in Harvard Law School Forum on Corporate Governance; 06 Out 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/10/06/the-dna-of-2023-u-s-sustainability-reports/>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- CLIMATE ACTION 100+. *Climate Action 100+*. Disponível em: <https://www.climateaction100.org/>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM*. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 18 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Brasil é 1º país no mundo a adotar relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade emitidas pelo ISSB*. Outubro, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt->

- br/assuntos/noticias/brasil-e-lo-pais-no-mundo-a-ado-tar-relatorio-de-informacoes-financeiras-relacionadas-a-sustentabilidade-emitidas-pelo-issb. Acesso em: 20 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *CVM*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 11 out. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Formulário de Referência (FRE)*. Disponível em: [https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre#:~:text=O%20FOR-MUL%C3%81RIO%20DE%20REFER%C3%8ANCIA%20\(FRE,meio%20do%20Sistema%20Empresas.NET](https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre#:~:text=O%20FOR-MUL%C3%81RIO%20DE%20REFER%C3%8ANCIA%20(FRE,meio%20do%20Sistema%20Empresas.NET). Acesso em: 18 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Portal do Investidor. Fundamentos, Princípios e Políticas*, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1>. Acesso em: 18 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº. 24 de 8 de março de 2021*. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol024.html>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº. 175 de 28 de dezembro de 2022*. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº. 193 de 20 de outubro de 2023*. 2023. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20elabora%C3%A7%C3%A3o%20e,International%20Sustainability%20Standards%20Board%20%2D%20ISSB>. Acesso em: 19 nov. 2023.

- DUBEUX, J.R. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Teoria do Estado do Direito Constitucional). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito, 2005. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/colecao.php?strSecao=resultado&nrSeq=7668@1>. Acesso em: 09 nov. 2023.
- EUROPEAN COMMISSION. *Corporate Sustainability Reporting*. Disponível em: <https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate>. Acesso em 19 nov. 2023.
- EUROPEAN UNION. *I. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022*. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- FIBRAS. *Finanças Sustentáveis: Um Panorama*, 2020. Disponível em: <https://labinovacaofinanceira.com/2020/07/09/em-parceria-com-o-lab-projeto-fibras-lanca-publicacoes-sobre-financas-verdes-e-sustentaveis/>. Acesso em: 18 nov. 2023.
- IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 6. ed. São Paulo – SP: 2023.
- IBGC. *Conheça os quatro princípios da governança corporativa*, 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa>. Acesso em: 19 nov. 2023.

- JAKOBI, Karin B.; RIBEIRO, Marcia Carla P. *A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, Grupo GEN, 2014. *E-book*. ISBN 9788522487721. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/bo-oks/9788522487721/>. Acesso em: 07 jun. 2023.
- NETO, Alexandre A. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, Grupo GEN, 2021. *E-book*. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/bo-oks/9788597028171/>. Acesso em: 07 jun. 2023.
- OLD CLIMATE CRISES. *200 Investor Call on US Companies to Align Climate Lobbying with Paris Agreement*. New York: Ceres, 2019. Disponível em: https://www.ceres.org/news-center/press-releases/200-investors-call-us-companies-align-climate-lobbying-paris-agreement?gad=1&gclid=CjwKCAjwm4ukBhAuEiwA0zQxk0le0GIbwaXIKVO7bhUUzfMRsQ-hZ4z9Q7GP8zRsUeUZaAg1VNHHTHo-CplUQAvD_BwE. Acesso em: 19 nov. 2023.
- PACTO GLOBAL e STILINGUE. *ESG: Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa.*, 2021. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 19 nov. de 2023.
- PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. *Direito Administrativo*. São Paulo. Grupo GEN, 2023. *E-book*. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/bo-oks/9786559646784/>. Acesso em: 09 jun. 2023.
- ROSA, M.E.F. *O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. 2012. 140 p. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2012. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/002280230>. Acesso em: 09 jun. 2023.
- ROTHSCHILD, Michael e STIGLITZ, Joseph. *Equilibrium in*

- Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect. The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, No. 4 (Nov. 1976). Published by: The MIT Press Stable. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1885326>. Acesso em: 27 mai. 2023.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- STIGLITZ, Joseph E., *Regulation and Failure* (Spanish) (December 13, 2010). *Revista de Economia Institucional*, Vol. 12, no. 23, 2010.
- TOKARS, Fábio. *Assimetria Informacional*. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. 2. ed. Belo Horizonte: Forum, 2016.
- UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. *Principles for Responsible Investment*, Disponível em: <https://www.unpri.org/>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 19 nov.2023.
- YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.