

# INFORMAÇÕES E LITIGÂNCIA CLIMÁTICA ANTE A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: LIÇÕES DO CASO EXXONMOBIL

## CLIMATE LITIGATION AND INFORMATION DISCLOSURE IN CAPITAL MARKETS REGULATION: LESSONS FROM THE EXXONMOBIL CASE

Recebimento: 22 dez. 2022

Aceitação: 10 ago. 2023

**Viviane Muller Prado**

Doutora em Direito Comercial

Afiliação institucional: FGV Direito SP (São Paulo, SP, Brasil)

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/1077938978877029>

Email: [viviane.prado@fgv.br](mailto:viviane.prado@fgv.br)

**Nora Matilde Rachman**

Doutora em Relações Internacionais

Afiliação institucional: Universidade Presbiteriana Mackenzie (Campinas, SP, Brasil)

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/9368882306560426>

Email: [nora.rachman@gmail.com](mailto:nora.rachman@gmail.com)

**Leonardo Henrique Domingues de Oliveira**

Bacharel em Direito

Afiliação institucional: Universidade Presbiteriana Mackenzie (Campinas, SP, Brasil)

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/5535952744271542>

Email: [oliveira.leonardoh@gmail.com](mailto:oliveira.leonardoh@gmail.com)

**Como citar este artigo / How to cite this article (informe a data atual de acesso / inform the current date of access):**

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; OLIVEIRA, Leonardo Henrique Domingues de. Informações e litigância climática ante a regulação do mercado de capitais: lições do caso ExxonMobil. **Revista da Faculdade de Direito UFPR**, Curitiba, v. 69, n. 1, p. 41-65, jan./abr. 2024. ISSN 2236-7284. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rfdufpr.v69i1.89248>. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/89248>. Acesso em: 30 abr. 2024.

### RESUMO

Casos de litigância climática vêm ganhando visibilidade na busca de uma economia global de baixo carbono e revelam que estão em jogo questões de grande impacto, tais como a sobrevivência das futuras gerações da espécie humana e as condições do próprio planeta. Por outro lado, a regulação do mercado de capitais tem sido vista como potencial mecanismo para gerar informações sobre as iniciativas das companhias para lidar com os efeitos das mudanças climáticas e para conter tais consequências. Por meio da metodologia de estudo de caso único, o artigo analisa a primeira ação dessa natureza levada ao Poder Judiciário norte-americano, conhecida como o caso ExxonMobil. O objetivo do artigo é extrair lições, à luz da realidade brasileira, que contextualizam e indicam pontos sensíveis da regulação do mercado de capitais e de iniciativas de litigância para atingir metas climáticas. Da análise do caso sugerem-se três lições. A primeira está na existência de espaço para se

questionar a veracidade das informações sobre questões climáticas divulgadas pelas companhias. A segunda é que o desenho institucional e as questões probatórias são temas que importam na efetividade de litígios climáticos. Por fim, a terceira lição relaciona-se com a indicação dos limites da regulação de mercado de capitais sobre a divulgação de informações, como mecanismo para questionar a atuação de empresas em medidas tomadas em face das mudanças climáticas.

### **PALAVRAS-CHAVE**

Litigância climática. Regulação do mercado de capitais. Divulgação de informações. Responsabilidade civil. Caso ExxonMobil.

### **ABSTRACT**

Cases of climate litigation have been gaining visibility in the pursuit of a global low-carbon economy and reveal issues of significant impact, such as the survival of future generations of the human species and the conditions of the planet itself. On the other hand, capital markets regulation has been seen as a potential mechanism to generate information about companies' initiatives to deal with the effects of climate change and to mitigate such consequences. Through the methodology of a single case study, this article analyzes the first action of this nature brought before the American judiciary, known as the ExxonMobil case. The aim of the article is to extract lessons, considering the Brazilian reality, which contextualize and indicate sensitive points of capital markets regulation and litigation initiatives to achieve climate goals. From the analysis of the case, three lessons are suggested. The first is the existence of space to question the accuracy of information on climate issues disclosed by companies. The second is that institutional design and probative issues are matters that are significant in the effectiveness of climate litigation. Finally, the third lesson relates to the indication of the limits of capital markets regulation on information disclosure, as a mechanism to question companies' actions in the face of climate change.

### **KEYWORDS**

Climate Litigation. Capital Markets Regulation. Information Disclosure. Tort law and civil liability. ExxonMobil case.

### **INTRODUÇÃO**

Em outubro de 2019, ativistas protestavam contra a ExxonMobil em frente à Suprema Corte de Nova Iorque, no primeiro dia do julgamento de uma ação contra a companhia. Uma das faixas trazia a mensagem *#ExxonKnew*, e estava rodeada por outros cartazes com dizeres como *Demand Oil & Gas Accountability*, *Exxon lied = source of climate crisis* e *Climate Emergency*. Todas essas palavras de ordem denotavam uma preocupação e mobilização com o fim de chamar a atenção para o descumprimento de regras e a necessidade de responsabilizar a ExxonMobil por práticas e omissões ligadas ao impacto no meio ambiente, em especial à mudança climática. A ação judicial, no entanto, não questionava as práticas ou os procedimentos da companhia para diminuir os efeitos da sua

atividade no meio ambiente e no clima. Tratava-se de uma ação judicial relacionada com a proteção de investidores no mercado de capitais.

A medida judicial ajuizada pela Procuradoria-Geral do Estado de Nova Iorque (New York Attorney General Office)<sup>1</sup>, após três anos e meio de investigação, acusou a ExxonMobil de fraudar investidores por divulgação de informações falsas sobre potenciais custos e ônus relacionados com ajustes decorrentes da mudança no clima. O pedido de indenização somava USD 1,6 bilhão. Noticiava-se este caso como a primeira *climate fraud suit* a ser levada para análise do Poder Judiciário norte-americano (Stevens; Solomon; Manning, 2019).

Após doze dias de julgamento, veio a decisão, favorável à companhia. A corte decidiu que as informações divulgadas pela ExxonMobil sobre os riscos passados, presentes e futuros, relacionados com mudanças climáticas, não se configuraram como relevantes para fins da tomada de decisão de investimento no caso concreto.

Nos últimos anos, mercados relevantes buscaram criar regras determinando a divulgação, por emissores de valores mobiliários, de informações ligadas à agenda de sustentabilidade, especialmente sobre impactos dos efeitos das mudanças climáticas. A liderança das iniciativas regulatórias está na União Europeia, mas avanços são vistos também nos mercados estadunidense, do Reino Unido, do Canadá e da Austrália<sup>2</sup> e, ainda, no âmbito da regulação de adesão voluntária<sup>3</sup>. O Brasil deu um primeiro passo importante no sentido de aumentar o volume de informações climáticas dos emissores de valores mobiliários, com reformas recentes em normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>4</sup>. Essas iniciativas buscam avançar na padronização de informações, com a adoção de taxonomias similares, possibilitando a comparabilidade na análise e avaliação de ativos negociados em diferentes mercados.

A recente evolução regulatória, no entanto, em vez de tornar o caso ExxonMobil obsoleto, indica a sua importância para refletir sobre os potenciais desafios, na regulação de informações

<sup>1</sup> A Procuradoria-Geral (ou Attorney General Office) tem sua atuação comparada com a do Ministério Público no Brasil, que atua como *custos legis* e com legitimidade para propor a ação civil de reparação de danos coletivos causados, neste caso específico, aos investidores do mercado de valores mobiliários.

<sup>2</sup> Veja-se o estudo comparativo das iniciativas regulatórias de mercados relevantes (União Europeia, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália) no tema de informações sobre sustentabilidade exigidas de companhias abertas (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

<sup>3</sup> No âmbito da regulação de adesão voluntária, merecem destaque as discussões de padrões regulatórios de divulgação que vêm sendo promovidas pelo International Sustainability Standards Board (vinculado à International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS)), que se encontram consolidadas em relatórios recentemente divulgados, intitulados *Disclosure of Sustainability-related Financial Information* e *Climate-related Disclosures*.

<sup>4</sup> Com a edição da Resolução CVM 59/2021, cujo texto foi consolidado por meio das Resoluções CVM 80/2022 e 87/2022, houve reforma da regulamentação que define as informações que devem constar do formulário de referência, com o objetivo de incluir dados sobre a agenda de sustentabilidade.

atinentes ao mercado de capitais, da efetividade das novas regras que incluem pontos climáticos. Com a utilização de metodologia de estudo de caso único<sup>5</sup>, o objetivo deste estudo está em extrair do caso ExxonMobil lições que contextualizem e revelem pontos sensíveis, na utilização da racionalidade do mercado de capitais, para atingir metas de sustentabilidade.

A análise do caso ExxonMobil, à luz do direito brasileiro, apresenta pontos de reflexão que se relacionam com distintos desafios comumente associados com o tema de regulação do mercado de capitais. Primeiro, quanto ao questionamento da veracidade das informações divulgadas por emissores de valores mobiliários, quanto aos limites de lidar com questões climáticas no âmbito da regulação do mercado de capitais e, por fim, quanto ao desenho institucional para os espaços de poder envolvidos na efetividade da litigância climática.

Após uma breve descrição da cronologia da ação judicial e do entorno dos principais institutos e regulamentações aplicados, faz-se uma análise comparada das estratégias da litigância do caso com as disposições do sistema jurídico brasileiro. A partir dessa análise, apresentam-se as considerações finais.

## 1 O CASO EXXONMOBIL

Em 24 de outubro de 2018 foi recebida, pela Suprema Corte do Estado de Nova Iorque, a ação civil ajuizada pela então procuradora-geral do estado de Nova Iorque, Barbara D. Underwood, contra a gigante americana de combustíveis fósseis, ExxonMobil Corporation. A empresa foi acusada de divulgar ao mercado informações fraudulentas sobre impactos passados e futuros relacionados com mudanças climáticas e impactos de regulações sobre o assunto<sup>6</sup>. O risco estaria em uma referência aos custos de emissão de carbono, calculados a partir das emissões potenciais que um possível projeto poderia gerar (Parker; Barron, 2018).

<sup>5</sup> A metodologia do estudo de caso único deve ser utilizada quando importam conhecer, analisar e aprender com as peculiaridades do caso, o que justamente se busca por meio deste artigo. Sobre a metodologia de estudo de caso único, ver: Moriceau, 2005, e Mariotto; Zanni; Moraes, 2014. Sobre o potencial de utilização do estudo de caso na pesquisa jurídica, ver: Ghirardi; Palma; Viana, 2012.

<sup>6</sup> A acusação está clara no parágrafo 76 da petição inicial: “Exxon has repeatedly and falsely assured investors that it has taken active and consistent steps to protect the company’s value from the risk that climate change regulation poses to its business”.

## 1.1 NARRATIVA

O caso desenvolveu-se em momentos distintos e etapas relevantes. Em 2013, em razão de manifestações de alguns de seus acionistas, a ExxonMobil foi questionada sobre como a companhia levava em consideração, no momento de tomada de decisão por parte de seus investidores, os riscos e regulações relacionados com mudanças climáticas. Para atender a tais questionamentos, a empresa organizou um encontro com seus acionistas, no qual concordou em publicar comunicados sobre seu envolvimento em políticas e regulações governamentais implementadas para redução de emissão de gases com efeito estufa num contexto de grande crescimento populacional. Os comunicados mais relevantes para o caso foram publicados em 31 de março de 2014 – um foi intitulado *Managing the Risks*, e outro, *Energy and Climate*.

Após a publicação desses documentos, iniciou-se um longo período de investigações e apuração de fatos (*fact finding process*), com a formulação de requerimentos direcionados à ExxonMobil, o que acabou levando à produção de muitos documentos e inquirição de dezenas de testemunhas. A finalidade da investigação era esclarecer se a companhia estava (ou não) deturpando ou omitindo alguma informação em seus documentos divulgados ou tornados públicos. Vale ressaltar que, durante esse período, a ExxonMobil produziu informações sobre os investimentos efetivamente realizados bem como sobre investimentos previstos.

Diante de todo o corpo documental gerado, foi somente em 2018 que o gabinete do procurador-geral do estado de Nova Iorque ajuizou a ação judicial, alegando que o encontro realizado com acionistas em 2013 e as publicações entre os anos de 2014 até 2016 estavam deturpados e omitiam informações importantes sobre o real custo de emissão de carbono nas atividades da empresa. O fundamento legal da medida judicial foi a violação do Martin Act e da Executive Law, Section 63, §12. Por estes normativos, caberia à parte autora o ônus de provar as acusações sobre as deturpações dos fatos relevantes (*material facts*) (People v. Federated Radio Corp., § 41) ou a omissão de tais fatos (People v. Sala, § 194).

Durante os doze dias de julgamento, levado a cabo em dezembro de 2019, as partes discutiram documentos relacionados a temas de gestão climática e corporativa, com repetidas referências, como The Outlook for Energy, Managing the Risks, Energy and Climate, os formulários 10-K exigidos pela Securities and Exchange Commission (SEC), ExxonMobil's Corporate Citizenship Reports, ExxonMobil's Carbon Disclosure Project Responses e outros envolvendo diretamente os custos previstos e efetivamente incorridos na emissão de carbono (Proxy Costs e

GHG<sup>7</sup> Costs).

Além do material gerado, algumas testemunhas, como funcionários da companhia, investidores e especialistas em custos de emissão de carbono, foram convocadas para depor sobre as informações contidas nos documentos produzidos e apresentados. Assim, a presença de numerosos documentos sobre custos futuros e estimados, relacionados ao meio ambiente, mais os depoimentos das testemunhas, trouxeram para o julgamento provas com teor bastante técnico, relacionadas com custos ambientais programados para um futuro longínquo. Esta questão temporal, por sua vez, foi determinante para a decisão proferida no caso.

Analisando-se a linha do tempo desse litígio, percebe-se que, a partir do início das investigações (meados de 2014) decorreram cerca de três anos e meio até a propositura e recebimento da ação civil de indenização, que ocorreu em 2018. E, finalmente, em dezembro de 2019 foi proferida a decisão, pela Suprema Corte do Estado de Nova Iorque<sup>8</sup>.

Um destaque, constante do início da decisão judicial, é que não se trata de um caso de mudança climática, e sim de fraude a investidores em valores mobiliários<sup>9</sup>. O julgamento foi marcado por uma longa análise e discussão sobre todas as provas produzidas por ambas as partes, principalmente aquelas sobre como e quando os investidores deveriam ser informados sobre os custos de emissão de carbono estimados e incorridos pela companhia.

Na decisão da Suprema Corte de Nova Iorque, em dezembro de 2019, o juiz Barry B. Ostrager afirmou que a Procuradoria-Geral esteve muito preocupada em provar a materialidade da sua acusação a partir de projeções de custo de emissões de carbono para os anos de 2030 a 2040. Entretanto, entendeu não ter ficado evidenciado o reflexo desse ponto na tomada de decisão por parte de um investidor médio durante o período de 2013 a 2016, quando as projeções foram divulgadas.

O fundamento condutor, adotado pela Suprema Corte, foi no sentido de que os processos de tomada de decisão dos investidores não levavam em conta as projeções especulativas, que poderiam (ou não) vir a ocorrer nos 20 ou 30 anos subsequentes. Esse ponto constou expressamente na conclusão da decisão judicial, no sentido de que a publicação feita pela empresa em 2014, *Managing the Risks*, não gerou nenhum impacto no mercado e, portanto, teria sido ignorada pela comunidade

<sup>7</sup> GHG é a sigla em língua inglesa para gases do efeito estufa (*greenhouse gases*).

<sup>8</sup> A Suprema Corte do Estado de Nova Iorque funciona como um tribunal de primeira instância, em que apenas um único juiz julga casos de maior relevância econômica ocorridos em todo o estado. Há outros tipos de cortes de primeira instância que estão divididos em função do conteúdo jurídico ou da localização geográfica da lide. Adicionalmente, a mais alta corte do estado de NY é o Tribunal de Recursos, responsável por ouvir todas as cortes intermediárias, sendo essas cortes a segunda instância (DiFiore; Marks, 2016).

<sup>9</sup> “But ExxonMobil is in the business of producing energy, and this is a securities fraud case, not a climate change case” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 3).

de investidores<sup>10</sup>.

A Suprema Corte do Estado de Nova Iorque acabou por absolver a ExxonMobil da acusação de ter cometido qualquer distorção ou omissão nas informações relevantes divulgadas ao mercado e, ainda, não reconheceu que seus procedimentos tivessem o condão de enganar investidores. Ponto relevante da decisão foi o entendimento de que a Procuradoria-Geral do Estado de Nova Iorque não cumpriu o critério exigido pelo Martin Act e pela Executive Law, Section 63, §12, de provar a materialidade dos fatos alegados, ou seja, de que a procuradoria não trouxe evidências suficientes que demonstrassem que a empresa distorcia ou omitia informações sobre os custos de emissão de carbono.

## 1.2 ALGUMAS INFORMAÇÕES DO CONTEXTO NORTE-AMERICANO SOBRE QUESTÕES CLIMÁTICAS

Apesar de a decisão ter sido favorável à ExxonMobil, muitos ativistas consideraram o caso como um movimento primordial, já que reforçou a ideia de o Judiciário ser instituição relevante na batalha contra o aquecimento global (Carpenter, 2019). Para tanto, contribuíram dois fatores que merecem destaque. Primeiro, pela discussão ter ocorrido nos Estados Unidos, país marcado pelo seu elevado consumo de petróleo. Segundo, por ter como ré a ExxonMobil, a maior empresa do setor de petróleo do mundo em 2018 (Mamona, 2018).

É importante ressaltar os acontecimentos políticos vividos pelo país nesse período. Em 2015, foi assinado o Acordo de Paris, no qual foram estipuladas regras para reduzir a emissão de gases do efeito estufa, que acabou afetando as empresas petrolíferas. Os EUA, na época sob a presidência de Barack Obama, foram signatários desse acordo. No ano de 2016, ocorreu a eleição do republicano Donald Trump para presidência do país, com uma campanha política marcada por diversas críticas às bandeiras ambientalistas e pela descrença na existência do aquecimento global. Na sequência, em junho de 2017, o presidente norte-americano recém-eleito anunciou a saída dos Estados Unidos do Acordo de Paris. Como resposta imediata, os governadores dos estados de Nova Iorque, Califórnia e Washington criaram a Aliança Climática dos Estados Unidos, visando manter o proposto no referido tratado internacional (Louro, 2017). Finalmente, em 2018, o início e conhecimento de um processo judicial envolvendo a maior petrolífera norte-americana proporcionou um ambiente de questionamentos sobre as mudanças climáticas nos Estados Unidos e o papel das grandes companhias neste tema relevante. Esses elementos contextualizam e justificam uma análise mais aprofundada do

<sup>10</sup> “The publication of *Managing the Risks* had no market impact and was, as far as the evidence adduced at trial reflected, essentially ignored by the investment community” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 54).



caso ExxonMobil.

### 1.3 O SISTEMA JURÍDICO NORTE-AMERICANO E O PRINCÍPIO DO *FULL DISCLOSURE*

De início, é importante reforçar que as normas aplicadas ao caso, tomadas como base para a propositura da ação judicial, são normas gerais de fraude a investidores e problemas informacionais amplos, ou seja, de qualquer natureza. Não se trata de regras específicas que demandam obrigação de divulgação de informações pontuais aos investidores sobre riscos e efeitos das mudanças no clima ou outros impactos ambientais nas atividades econômicas das companhias.

A regulação do mercado de capitais estadunidense tem como pedra fundamental a obrigação de os emissores de valores mobiliários divulgarem informações relevantes para o mercado, adotando o chamado princípio do *full disclosure*. O fundamento legal para o regime informacional dos emissores está no Securities Act, de 1933, e no Securities Exchange Act, de 1934, sendo que esta última lei criou a Securities and Exchange Commission (SEC), agência governamental com competência de regular, monitorar e aplicar a legislação federal. Reformas importantes desta legislação decorreram de sérias fraudes no mercado, e deram origem ao Sarbanes-Oxley Act, em 2002<sup>11</sup>, e ao Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, em 2010.

O Securities Act de 1933 prevê obrigações de prestar informações quando as empresas acessam os mercados para seu financiamento em ofertas públicas iniciais (mercados primários) (Section 4 e Section 7). Assim, qualquer captação de recursos a partir de uma oferta pública de valores mobiliários deve ser registrada no órgão regulador (SEC) e observar todo o regime informacional obrigatório previsto em lei, sendo de especial relevância o prospecto de emissão. Este documento contém uma enorme quantidade de informações (tanto positivas, quanto negativas, que indiquem riscos do investimento) sobre os emissores de valores mobiliários e sobre a própria emissão registrada (Section 10).

Já o Securities Exchange Act de 1934 determina a divulgação de informações relevantes, ao longo da existência dos emissores, que influenciem a formação dos preços e a tomada de decisão de investimento na compra e venda de valores mobiliários entre investidores (mercado secundário), isto é, no mercado de bolsa ou no mercado de balcão organizado (Section 13). São obrigações de fazer

<sup>11</sup> Essa norma, amplamente difundida em diversos marcos legais, inclusive no brasileiro, trouxe como principal novidade requisitos de maior precisão das informações divulgadas pelas companhias, aperfeiçoamento nas exigências dos controles internos das empresas e recrudescimento de penalidades (especificamente, na Seção 802). Sendo resposta a escândalos da Enron, WorldCom e Tyco, o Sarbaney-Oxley Act (SOX) passou a ter uma força hegemônica que influenciou reformas regulamentares ao redor do mundo, inclusive no Brasil. Sobre a avaliação do impacto das regras do SOX em companhias brasileiras com dupla listagem, ver Mendonça; Costa; Galdi; Funchal, 2010.



divulgações periodicamente, sendo, o principal documento, conhecido como *Form 10-K*, divulgado em bases anuais, ou em momentos determinados, sempre que ocorrem certos eventos considerados relevantes para a tomada de decisão de investimento por quem negocia valores mobiliários (*Form 8-K*).

Na temática de divulgação dos efeitos de mudanças no clima, vale mencionar que o tema foi objeto de orientações específicas por parte da SEC em 2010, por meio da edição de um documento intitulado *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*. Esse documento trouxe as perspectivas do que a SEC espera das divulgações feitas pelas companhias no tocante aos efeitos das mudanças climáticas em suas atividades, tais como o impacto da legislação e regulação, o cumprimento dos acordos internacionais, as consequências indiretas ou tendências da regulação nos seus negócios, bem como os impactos físicos das mudanças climáticas<sup>12</sup>.

A finalidade deste conjunto de informações requeridas às companhias emissoras é permitir que os investidores tenham condições de avaliar os riscos, colocar preço nos ativos negociados e tomar decisões de investimento. Por isso, é imprescindível que toda a informação divulgada ao mercado seja clara e verdadeira, a fim de garantir a existência de um mercado eficiente, fundamento basilar da regulação do mercado. Os problemas informacionais, como regra geral, são considerados fraude pelo dispositivo 10b-5 do Securities Exchange Act de 1934.

O controle e cumprimento desse corpo legislativo é tanto feito pela esfera administrativa, na divisão de *enforcement* da SEC, quanto pela litigância privada, bastante ativa e desenvolvida no mercado norte-americano<sup>13</sup>.

No caso analisado, no entanto, a regulamentação federal não foi utilizada na estratégia de litigância e nem mesmo a iniciativa partiu do regulador do mercado – a SEC – ou dos investidores, pelas conhecidas *class actions*. As medidas judiciais tiveram fundamento em leis estaduais e a investigação foi realizada pela Procuradoria-Geral do Estado de Nova Iorque. Abaixo são apresentadas as razões possíveis para esta escolha e suas críticas.

<sup>12</sup> A agência reguladora do mercado norte-americano, por meio dessa orientação, demonstra estar alerta ao tópico de mudança climática como conteúdo informacional. Ao final, conclui que o objetivo é relembrar as empresas quanto à importância do assunto, e que os resultados das divulgações por elas levadas a cabo servirão de base para futuras regulações sobre mudanças climáticas, além de atender ao interesse público e proteção dos investidores.

<sup>13</sup> Sobre uma ampla análise da litigância em temas de mercado de capitais no sistema norte-americano, ver: Coffee Jr., 2015.

## 1.4 OS CAMINHOS PERCORRIDOS, LEGAIS E JUDICIAIS

A legislação federal atualmente vigente no mercado norte-americano foi inspirada em leis estaduais contra fraude a investidores, que ficaram conhecidas como *blue sky laws*, das quais muitas ainda continuam em vigor. Foi justamente uma *blue sky law* que serviu de base para a propositura da ação judicial objeto de análise: o Martin Act. Esta é uma lei estadual de 1921, do estado de Nova Iorque, que tem por fim regular e punir as fraudes no mercado de capitais<sup>14</sup>. Atualmente, ela é considerada a mais severa lei estadual sobre o tema. O Martin Act serviu como fundamento legal para a propositura da ação contra a ExxonMobil, em conjunto com outra lei estadual, a Executive Law, Section 63, §12, de 1909<sup>15</sup>.

Percebem-se três motivos para a escolha da lei estadual e não da legislação federal: primeiro, um *by-pass* proposital à principal agência reguladora federal do mercado norte-americano, a SEC; segundo, os amplos poderes de investigação conferidos à Procuradoria-Geral do Estado de Nova Iorque; e, terceiro, a não exigência de comprovação de intenção ou dano na prática de fraude no mercado de capitais<sup>16</sup>.

Assim como a legislação federal de 1933 e de 1934, o Martin Act proíbe as companhias de praticarem atos fraudulentos e divulgar informações falsas (*misrepresentation*) nos mercados primário e secundário (People v. Federated Radio Corporation, § 41). O que distingue a norma estadual das normas federais é que, para configurar a violação aos seus dispositivos, não é necessária a prova do elemento subjetivo (intenção/dolo – *scienter*), de danos ao público investidor e do nexo entre a variação dos preços de mercado e a informação falsa. É necessária apenas a comprovação da existência da falsidade, ou a omissão de fatos relevantes (*material facts*) ou a ocorrência de outra prática que tenha por fim enganar os investidores.

Em relação à competência para o processamento, o Martin Act confere poderes para o procurador-geral do estado de Nova Iorque (New York Attorney General – NYAG) para investigar qualquer companhia aberta, com valores e títulos listados no estado, por fraudes financeiras. Na prática, isso significa o poder de investigar empresas listadas na New York Stock Exchange (NYSE) e na National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq), as bolsas de valores mais relevantes do mercado de capitais norte-americano. Os poderes de investigação conferidos à Procuradoria incluem a solicitação de apresentação de documentos e o requerimento de intimações,

<sup>14</sup> Sobre a evolução e maior relação entre o regime de *disclosure* e as investigações para a litigância climática, ver: Vizcarra, 2019.

<sup>15</sup> O dispositivo se encontra no New York Consolidated Laws, Article 5, intitulado *Executive Law*. O primeiro volume dessa consolidação de leis data de 1909; porém, o Martin Act foi publicado somente em 1921.

<sup>16</sup> Para saber mais sobre críticas à utilização do Martin Act, ver: Fox, 2016.

sem necessidade de indicar causas prováveis ou possuir autorização judicial (Epstein, 2018). A questão mais problemática do Martin Act não estaria nas suas disposições de direito substantivo, mas sim na “inacreditável discricionariedade” que se confere ao procurador-geral do estado de Nova Iorque na condução de investigações públicas e privadas, sem limites (Epstein, 2018, p. 918, tradução nossa)<sup>17</sup>.

A Executive Law, na Section 63, §12, por sua vez, determina que a acusação prove a infração constante do Martin Act, e proíbe atos ilegais ou fraudulentos efetuados de forma repetitiva. Nesse mesmo dispositivo consta ainda que o procurador-geral do estado de Nova Iorque, ao ter conhecimento de determinada infração, pode ingressar com um pedido junto à Suprema Corte do Estado de Nova Iorque para a paralisação do ato ilegal ou fraudulento, com a possibilidade de cancelar o registro de atividades da companhia e de requerer indenização pelos danos causados.

Diante desse quadro normativo, a estratégia jurídica adotada pelo Gabinete do Procurador-Geral de Nova Iorque consistiu em embasar seu pedido nessas leis estaduais, pois caberia somente comprovar a existência de fraude a investidores – requisito necessário para enquadrar o caso no Martin Act. Para tal finalidade, a Procuradoria apresentou ao Judiciário documentos produzidos pela ExxonMobil, além de testemunhos de especialistas em contabilidade e de funcionários da ExxonMobil.

Nesse emaranhado de provas produzidas pela Procuradoria, somados às contraprovas trazidas pela companhia, cumpre destacar alguns documentos que foram citados de forma recorrente no decorrer da decisão: relatórios intitulados *Managing the Risks* e *Energy and Carbon*, publicados em 2014, bem como os formulários da SEC obrigatórios para empresas, *Form 10-K*, publicados em 2010, 2014, 2015 e 2016.

Os documentos de destaque, que deram origem à acusação sobre informações enganosas pela ExxonMobil, foram os relatórios *Managing the Risks* e *Energy and Carbon*, fruto de uma reunião ocorrida com investidores em 2013 e publicados em 2014. Esses documentos são referidos na decisão como o *Relatório de março de 2014* (*The March 2014 Report*). A esse respeito, um depoimento oferecido por parte de um analista financeiro especializado na área de energia serviu de base para a conclusão constante da decisão final, no sentido de que o conteúdo presente no referido *report* não

<sup>17</sup> Nas suas conclusões, o autor chama atenção para a concentração de poderes em uma única pessoa: “The most important lesson to learn from this account of the Martin Act is that the quality of its public administration depends not only on matters of institutional design, or on its detailed substantive provisions, but perhaps even more on the quality of the public officials who administer it” (Epstein, 2018, p. 920).

continha nenhuma informação falsa e que a sua publicação não teve relevância para o mercado<sup>18</sup>.

Para tentar demonstrar a alegação (de fraude a investidores), outra prova relevante foi a troca de mensagens/e-mails entre o então vice-presidente de relações com investidores da ExxonMobil e alguns investidores. Nessas correspondências, mencionam-se perspectivas da companhia sobre o impacto das mudanças climáticas; entretanto, essas perspectivas jamais foram tornadas públicas. A esse respeito, a companhia alegou que a divulgação dessas informações afetaria a empresa, por se tratar de dados sensíveis e relevantes em relação aos concorrentes. Além disso, alegou que, nos depoimentos de algumas testemunhas, não teria sido demonstrada a materialidade das informações omitidas ou divulgadas<sup>19, 20</sup>.

Outra alegação formulada pelo Gabinete do Procurador-Geral de Nova Iorque foi de que teria havido problemas na quantidade de informações (“*total mix of information*”), inclusive as constantes do *Form 10-K*, disponibilizadas pela ExxonMobil aos investidores. O argumento da acusação estava no potencial de enganar os investidores em função do excesso de informações tornadas públicas.

Por fim, um último ponto importante a ser destacado diz respeito aos depoimentos prestados por especialistas em contabilidade (*accounting*), convocados pelo Gabinete da Procuradoria-Geral de Nova Iorque. Um desses especialistas realizou um estudo que apontou o valor elevado de cotação das ações da ExxonMobil desde 01/04/2014 até 01/06/2017, período iniciado após a publicação do *March 2014 Report*. Entretanto, essa análise não foi utilizada na decisão final<sup>21</sup>.

Outro especialista, em seu testemunho, preocupou-se em detalhar por que os custos de emissão (*GHG costs*) deveriam substituir os custos estimados/projetados de carbono (*costs of carbon*) nos relatórios da companhia, já que esta prática seria de interesse dos investidores. Ainda assim, outra testemunha interna, da ExxonMobil, apresentou pesquisas e conclusões demonstrando que nenhum

<sup>18</sup> “Reed’s professional analysis of ExxonMobil was unaffected by the publication of the March 2014 Reports or by any event to which the Office of the Attorney General attaches significance, Reed’s testimony provides no support for the Office of the Attorney General’s theory of the case” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 40).

<sup>19</sup> Por exemplo: “Ms. Lamb testified that she believed ExxonMobil acted in ‘good faith’ in publishing the March 2014 Reports and ‘lived up to the agreement’ it had reached” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 32).

<sup>20</sup> Outro exemplo: “As noted supra, there is no claim in this case that any disclosure in ExxonMobil’s Form 10-K is misleading, and Ms. Bannister’s credible testimony demonstrates that ExxonMobil’s public disclosures in its Form 10-K submissions were true and correct with respect to ExxonMobil’s proved reserves” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 34).

<sup>21</sup> “Significantly, the Office of the Attorney General offered no proof that there was any increase in the stock price of ExxonMobil immediately following the publication of Managing the Risk and Energy and Climate and Dr. Bartov perplexingly testified that he did not conduct an analysis of whether or not ExxonMobil’s stock increased as a result of the alleged misrepresentations in the March 31, 2014 publications ‘because it was completely unrelated to my analysis’” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 42).

analista de investimento mencionava essa substituição<sup>22</sup>.

Tomando por base essa contraposição de argumentos e evidências, a decisão final do Tribunal entendeu que não foi comprovada, pelo procurador-geral de Nova Iorque, a materialidade da acusação necessária para o enquadramento do pedido no Martin Act. A principal fundamentação da decisão foi que nenhuma das provas produzidas foi apta a demonstrar os requisitos necessários de acordo com o Martin Act e pelo Executive Law Section 63, §12. A decisão reforçou o fato de o caso não se tratar de uma litigância climática, mas sim de fraude a investidores<sup>23</sup>, e indicou ainda que o *March 2014 Report* e demais relatórios não tiveram nenhum impacto para os investidores<sup>24</sup>.

Esses foram, enfim, os fatores essenciais que determinaram que as informações presentes nas divulgações feitas pela ExxonMobil, somadas aos diversos testemunhos coletados durante o processo judicial, não evidenciaram a ocorrência de fraude a investidores.

## 2 LIÇÕES DO CASO EXXONMOBIL À LUZ DA REALIDADE BRASILEIRA<sup>25</sup>

A partir do caso ExxonMobil é possível refletir sobre os desafios da efetividade das recentes regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>26</sup>, que incluem pontos climáticos na regulação de informações atinentes ao mercado de capitais brasileiro.

### 2.1 SOB O PONTO DE VISTA DA REGULAÇÃO PELA INFORMAÇÃO

Sob o ponto de vista regulatório, as lições do caso ExxonMobil tocam os seguintes pontos: o dever de informar dos emissores de valores mobiliários sobre a agenda climática, o conceito de materialidade e relevância na avaliação do que deve ser revelado ao mercado, e as dúvidas que circundam a publicação de projeções pelas companhias.

<sup>22</sup> “[...] ExxonMobil’s credentialed expert, Dr. Marc Zenner, actually tracked S & P and Moody’s and found that virtually no analysts’ reports mentioned proxy costs, GHG costs, or the Office of the Attorney General’s Complaint” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 47).

<sup>23</sup> “But ExxonMobil is in the business of producing energy, and this is a securities fraud case, not a climate change case” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 3).

<sup>24</sup> “The publication of Managing the Risks had no market impact and was, as far as the evidence adduced at trial reflected, essentially ignored by the investment community” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 54).

<sup>25</sup> Algumas partes constantes dos itens seguintes sobre informação e poderes de litigância do Ministério Público derivam de Prado (2016?), em que o tema é mais bem aprofundado.

<sup>26</sup> A CVM editou recentemente a Resolução CVM 59/2021, cujo texto foi consolidado por meio das Resoluções CVM 80/2022 e 87/2022.

### 2.1.1 Dever de informar

Do ponto de vista do direito brasileiro, o caso confirma e direciona o foco para um tema que se confunde com o próprio fundamento e princípio central da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro, a qual, seguindo o modelo dos EUA, estabeleceu como pilar a ampla divulgação de informações (*full disclosure*) (Rachman, 1999).

Na aproximação com o contencioso da ExxonMobil, o viés que interessa, para fins de comparação, são as formulações existentes em relação às companhias emissoras de valores. Essa base principiológica da regulação no Brasil, requerendo a prestação de informações por parte das companhias, denota uma participação relevante do Estado regulador, que demanda e controla a quantidade e qualidade das informações prestadas.

Nesse campo de divulgação de informações, a regulação vigente caminha por duas vertentes. A primeira, ao exigir a prestação mínima de informações pelas companhias, em momentos distintos: no seu registro de emissor, nas ofertas públicas de valores e, ainda, em bases periódicas ou em situações extraordinárias ou eventuais, para dar transparência de informações relevantes sobre emissores de valores mobiliários<sup>27</sup>.

A segunda vertente relaciona-se ao objetivo de proteger o investidor e o seu patrimônio, trazendo confiança para os ativos negociados no mercado, o que ocorre ao demandar e qualificar o tipo de informação que será solicitada e prestada com base no efeito esperado. Esse efeito está relacionado com a influência das informações na decisão de investir e na definição de preço dos ativos.

Um questionamento bastante usual na análise dos requisitos formulados pela regulação diz respeito ao destinatário ou beneficiário da obrigação de prestar informações. Seria o investidor, todo o mercado, a comunidade em que a companhia atua, a sociedade em geral? (Pitta, 2013).

Esse ponto é importante quando se pensa no caso analisado, pois a questão da prestação (ou falha na prestação) das informações teria como impacto maior um prejuízo causado não apenas aos investidores e à própria companhia – ao afetar a precificação das ações –, mas, em última instância, a lesão subjacente que a atividade da empresa causaria também ao meio ambiente, às pessoas e ao planeta.

Atualmente, no Brasil, a exigência de as companhias emissoras divulgarem informações relevantes ao mercado decorre de normas legais, administrativas e privadas. As Leis 6.385/1976 e

<sup>27</sup> O Sarbanes-Oxley Act teve influência em reformas relevantes nos anos 2000 no Brasil, com aperfeiçoamento das exigências informacionais, da governança corporativa das companhias abertas e de seus controles internos. Sobre a internalização de padrões internacionais regulatórios no Brasil, ver: Nasser; Prado; Rachman, 2016.

6.404/1976 preveem o quadro geral do dever de informar, complementado por regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>28</sup>. Um ponto a ser enfatizado é que o regime informacional brasileiro também estabelece normas contábeis a serem cumpridas pelas companhias emissoras.

Essa definição do formato contábil tem por fim esclarecer minimamente o público investidor sobre o desenvolvimento dos negócios das companhias, e mostrar, enfim, como se encontram registrados na contabilidade desses negócios. Para tanto, exige-se a prestação de informações contábeis periódicas (balanços, demonstrações financeiras) e, ainda, a adoção de conteúdos, princípios e padrões mínimos, que seguem um formato internacional. Assim, as demonstrações financeiras das companhias brasileiras devem convergir em relação aos International Financial Report Standards (IFRS)<sup>29</sup>, que adotam uma maior subjetividade na elaboração das contas e se voltam mais para a essência econômica do que para a forma. Não há regras específicas para a contabilização dos riscos relacionados com as mudanças climáticas, sendo ampla a discussão sobre como incorporá-los nas demonstrações financeiras das companhias (Anderson, 2019)<sup>30</sup>.

Quanto à questão contábil, o que está em jogo nessas exigências e padrões é o quanto as demonstrações financeiras refletem a situação econômico-financeira da empresa, bem como a expectativa gerada quanto a resultados que possam beneficiar os investidores.

A respeito desse viés informacional, é preciso apontar que a base de acusação utilizada no caso da ExxonMobil foi justamente no campo contábil, no sentido de que os custos relacionados com impactos decorrentes de mudanças climáticas – custos estes projetados ou estimados, comparados com os custos efetivamente realizados – não se encontravam alinhados entre si, segundo a acusação. Essa falta de alinhamento, conforme alegado pela Procuradoria, teria lesado ou causado danos aos investidores<sup>31</sup>.

<sup>28</sup> Para um resumo sobre regime informacional anterior a 1976, ver: Pitta, 2013. O autor também traz a sistematização do regime vigente, na mesma obra (Pitta, 2013, p. 193-261).

<sup>29</sup> A padronização internacional decorre da Resolução CVM 155/2022, que em seu artigo 1º, §1º, prevê que as demonstrações financeiras devem seguir as normas pronunciadas pelo International Accounting Standards Board (IASB), além de respeitar o emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e referendado pela CVM.

<sup>30</sup> Ver também base dessa discussão nos relatórios mencionados na nota de rodapé nº 3.

<sup>31</sup> Ao final, esse argumento acabou não prevalecendo, pois a empresa teria comprovado que fazia esse alinhamento contábil desde antes de 2014: “The evidence shows that ExxonMobil had been considering aligning its proxy cost and GHG cost assumptions for periods decades in the future for at least four years prior to publication of the March 2014 Reports” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 28).



### 2.1.2 Conceito de relevância

No contencioso da ExxonMobil, o principal argumento utilizado para a improcedência da ação judicial consistiu no fato de que as informações questionadas (a falta de alinhamento dos custos de mudança climática) não foram relevantes a ponto de influenciar a tomada de decisão dos investidores (*materiality*).

Essa qualificação de relevância também se encontra presente no marco legal vigente no Brasil. A informação é considerada relevante, no ordenamento brasileiro, sempre que tiver impacto nas decisões de investimento ou na cotação dos valores mobiliários<sup>32</sup>. Diante do grande volume de informações divulgadas ao mercado, a relevância de determinada informação ou de um conjunto de informações dependerá da análise do caso concreto e da oscilação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a informação e a movimentação do mercado.

Os conceitos de relevância e materialidade também estão consagrados no campo contábil, como se denota dos Princípios para a Preparação e a Apresentação das Demonstrações Contábeis, aprovados pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis<sup>33, 34</sup>.

Da decisão que considerou improcedente a ação movida contra a ExxonMobil, percebe-se que esses mesmos princípios foram utilizados implicitamente nos seus fundamentos, para descartar a argumentação da acusação sobre o grau de influência e relevância dos custos de mudança climática. Na decisão final, entendeu-se que essa materialidade não existia, e isto constou de maneira expressa, quando se afirmou que nenhum investidor razoável assumiria um risco especulativo de mais de 20 ou 30 anos<sup>35</sup>.

<sup>32</sup> Para saber se a informação é relevante, deve-se ter em conta o conceito de ato ou fato relevante, constante do artigo 2º da Instrução CVM 358/2002.

<sup>33</sup> O Comitê de Pronunciamentos Contábeis, criado em 2005, centraliza a emissão de pronunciamentos e normas contábeis no Brasil. No contexto das características qualitativas das demonstrações financeiras considera-se a informação como relevante “quando influenciar as decisões econômicas dos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados, presentes ou futuros ou confirmando ou corrigindo as suas avaliações anteriores” (Comitê [...], 2008).

<sup>34</sup> A materialidade aparece como um diferencial “se a sua omissão ou distorção puder influenciar as decisões econômicas dos usuários, tomadas com base nas demonstrações contábeis” (Comitê [...], 2008).

<sup>35</sup> “More importantly, the Office of the Attorney General’s case is largely focused on projections of proxy costs and GHG costs in 2030 and 2040: No reasonable investor during the period from 2013 to 2016 would make investment decisions based on speculative assumptions of costs that may be incurred 20+ or 30+ years in the future with respect to unidentified future projects” (People of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation, Decision of December 10, 2019, p. 34).

### 2.1.3 Projeções

No que se refere ao valor preditivo de custos ou valores, ou seja, em relação às chamadas projeções, este foi justamente o cerne que o caso revelou como o mais polêmico – afinal, a Exxon deveria ter contabilizado de forma distinta eventuais custos de emissão de carbono? E como deveriam ser registradas essas projeções?

Sobre o tema, uma das preocupações do regulador brasileiro, quando se trata da divulgação de informações por parte das companhias, diz respeito à objetividade, precisão e comprovação mínima do conteúdo. Os problemas nas informações divulgadas podem ser sua falsidade, sua caracterização como informações enganosas, inexatas ou equivocadas, ou, ainda, a omissão ou excesso de informações.

É importante notar que as informações podem ir além dos fatos, ao abranger também publicação de opiniões, projeções e estimativas de resultados. Isso deve ficar claro, exigindo-se que sejam identificadas como “dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho”, que sejam razoáveis e que sejam acompanhadas de “premissas relevantes, parâmetros e metodologias” – regras previstas no artigo 21 da Resolução CVM 80/2022.

Nos normativos da CVM, há descrição detalhada sobre o que pode e deve ser divulgado no que se refere a projeções, que será trazida aqui em função do tipo de conteúdo que as companhias devem tornar público. Quando se trata de projeções que venham a constar das demonstrações contábeis, o tema é tratado num formato de recomendação ou diretriz a ser observada pelas companhias, seguindo, portanto, um modelo de *soft law*.

A esse respeito, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM)<sup>36</sup> possui um pronunciamento qualificando as projeções como “qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia, sobre seu desempenho futuro” (Pronunciamento de Orientação nº 04, 2015) (CODIM, 2015). A orientação dada sobre a maneira de prestar essas informações aponta de que forma, qual a extensão, a consistência, e a frequência em que essas informações prospectivas serão apresentadas (CODIM, 2015).

Além de informações que se revestem do caráter de relevância em função de normativos gerais aplicáveis às divulgações das emissoras, e da inserção em suas práticas e divulgações contábeis, as companhias brasileiras também vêm sendo impingidas a prestar informações de cunho

<sup>36</sup> O CODIM foi criado em 2005 com o objetivo de ser uma nova e eficiente ferramenta de trabalho para o aperfeiçoamento do mercado de capitais. Embora tenha encerrado suas atividades em 2020, os pronunciamentos de orientação do CODIM, construídos de forma colegiada e voluntária por diversos integrantes do mercado, continuam servindo de guia para reflexões e comportamentos por parte das companhias brasileiras.

ambiental e ligadas à sua sustentabilidade, que possam revelar os riscos de seus negócios. Assim como consta de orientações fornecidas pela SEC acima referidas (Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change), a divulgação desse tipo de conteúdo já tem previsão regulatória no Brasil, constante de itens específicos em documentos próprios.

A CVM editou a Resolução CVM 59/2021, consolidada pelas Resoluções CVM 80/2022 e CVM 87/2022, que, ao alterar a Instrução CVM 480/ 2009, determinou a necessidade de divulgação de informações sobre riscos relacionados a mudanças climáticas. A nova regulamentação adotou o modelo de “pratique ou explique”, pelo qual os emissores de valores mobiliários devem divulgar as informações ligadas à sustentabilidade mencionadas nas normas, ou então explicar os motivos para a omissão de tais informações.

A partir de dois de janeiro de 2023, data da entrada em vigor da referida Resolução CVM 59/2021, podem ser encontradas, nos formulários de referência das companhias abertas, os seguintes pontos envolvendo questões climáticas: (i) informação se relatórios ou documentos da companhia consideram 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 (item 1.9.g), (ii) informação se a companhia elabora inventários de emissão de gases do efeito estufa, indicando, se for o caso, o escopo das emissões inventariadas e a página na rede mundial de computadores onde informações adicionais podem ser encontradas (item 1.9.h), (iii) comentários da administração sobre oportunidades inseridas no plano de negócio do emissor e relacionadas à questão de sustentabilidade (item 2.10), (iv) descrição dos fatores de risco com efetivo potencial de influenciar a decisão de investimento relacionados a questões ambientais e especificamente questões climáticas (incluindo riscos físicos e de transição) (itens 4.1.k e 4.1.l) e (v) política de gerenciamento de riscos e controles internos, inclusive ambientais e climáticos (item 5.1. e itens 4.1.k e 4.1.l).

Adicionalmente à inserção periódica constante do formulário de referência, esse tipo de conteúdo também tem um tratamento específico previsto para divulgação no relatório anual de administração das companhias, que acompanha as demonstrações financeiras. Trata-se de uma recomendação formulada pelo já citado CODIM<sup>37</sup>, por meio de outro pronunciamento de orientação<sup>38</sup>, para questões envolvendo sustentabilidade, entre as quais se encontram aquelas

<sup>37</sup> Ver nota de rodapé nº 36.

<sup>38</sup> Pronunciamento de Orientação nº 14, 2018. O objetivo desse pronunciamento é “induzir a Companhia a divulgar as estratégias, as ações e os fatos decorrentes da interação e de seus compromissos socioambientais e com o desenvolvimento sustentável, envolvendo os seus colaboradores, investidores, acionistas, clientes, fornecedores e

relacionadas a situações que envolvam impactos ambientais.

## 2.2 PODERES DE INVESTIGAÇÃO E DE AJUIZAMENTO DE AÇÃO DO MINISTÉRIO PÚBLICO

Conforme mencionado na narrativa do caso ExxonMobil, uma das principais estratégias utilizada pela Procuradoria foi fundamentar a sua demanda no Martin Act, legislação estadual, e não na legislação federal do mercado de valores mobiliários. Ficaram claros os dois motivos para se optar por esta estratégia de litigância: os amplos poderes de livre investigação da Procuradoria e a necessidade de comprovar somente a prática ilícita, não sendo preciso demonstrar os outros elementos de responsabilidade civil (culpa, dano e nexo de causalidade).

No Brasil, no entanto, são bem diferentes as condições normativas e institucionais nesse contexto contencioso do mercado de capitais.

No sistema jurídico brasileiro, problemas informacionais dos emissores de valores mobiliários podem implicar responsabilidades civil, administrativa e penal, mas as condições para a responsabilização são bastante diferentes das previstas no Martin Act para lidar com fraudes no mercado de capitais.

O Ministério Público é parte legítima, desde 1989<sup>39</sup>, para ajuizar ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários<sup>40</sup>, alcançando ainda situações de “omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”<sup>41</sup>. Mas este instrumento processual para pleitear o ressarcimento coletivo não confere ao Ministério Público amplos poderes de investigação, não se assemelhando em nada às escolhas do Martin Act.

Além disso, toda prova deve ser produzida no processo judicial, obedecendo ao princípio do devido processo legal. É preciso considerar ainda que, na prática, a atuação do Ministério Público em

---

demais públicos estratégicos, de forma ampla e transparente, colaborando no monitoramento e mitigação de riscos para uma melhor percepção do futuro dessa Companhia” (CODIM, 2018).

<sup>39</sup> Esse meio coletivo de litigância foi trazido para o ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 7.913/1989. Trata-se de uma lei curta, com apenas cinco artigos, sendo que os dois últimos preveem a data de entrada em vigor e a revogação do disposto em contrário. Além disso, no seu artigo 3º, determina-se a aplicação subsidiária do disposto na Lei 7.347/1985 (Lei da Ação Civil Pública – ACP). Já a Lei da ACP, no seu artigo 21, determina a aplicação do Título III da Lei 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor – CDC). O CDC, por sua vez, prevê a aplicação subsidiária do Código de Processo Civil (CPC), no seu artigo 90, e da Lei de ACP.

<sup>40</sup> Artigo 1º, Lei 7.913/1989. Em defesa da constitucionalidade da legitimidade do Ministério Público para defender interesses individuais homogêneos dos investidores do mercado de capitais, qualificando-os como interesses sociais, ver: Zavascki, 1998.

<sup>41</sup> Ver os termos do artigo 1º da Lei 7.913/1989, que dispõe acerca dos danos cuja reparação pode ser pleiteada em ação coletiva.

ações coletivas na área de mercado de capitais é quase inexistente (Prado, 2016?). Uma possível explicação para esse fato é que se trata de instituição com ampla competência na tutela de direitos difusos e individuais homogêneos, englobando conteúdos como proteção do consumidor, meio ambiente e patrimônio cultural, entre outros temas relevantes, não tendo necessariamente a *expertise* e o interesse na busca da efetividade de interesses econômicos dos investidores de mercado.

Por outro lado, o sistema jurídico brasileiro também não afasta a demonstração de todos os elementos da responsabilidade civil, a qual exige a comprovação da prática do ato ilícito, do dano, do nexo de causalidade entre ilícito e dano e da culpa ou dolo<sup>42</sup>. Além disso, a literatura aponta a complexidade e os desafios sobre cada um desses elementos<sup>43</sup>, ao que se somam as peculiaridades do funcionamento do mercado de valores mobiliários e da sua regulação, além do fato notório de que, no caminho para se chegar à responsabilização por falhas informacionais, há várias dúvidas não resolvidas em precedentes e nos estudos acadêmicos (Prado, 2016?). Ademais, a pouca quantidade de casos e estudos doutrinários nacionais específicos sobre o tema torna mais árdua a reflexão sobre os elementos da responsabilidade, no direito brasileiro, por fraude no mercado de capitais.

Com base nesses elementos, parece evidente que o sistema jurídico brasileiro em nada se aproxima da possibilidade que o Martin Act estabelece, de se demonstrar simplesmente a prática ilícita para fins de responsabilidade civil. Adicionalmente, há pontos relevantes que devem ser levados em conta no Brasil: a falta de *expertise* de julgadores, quanto ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, e o longo tempo necessário para se chegar a uma decisão final.

### 3 APONTAMENTOS CONCLUSIVOS: LIÇÕES DO CASO EXXONMOBIL

Uma impressão inicial que decorre da leitura do caso ExxonMobil, como outras tomadas em contenciosos climáticos, é que certamente estão em jogo questões de grande impacto, tais como a sobrevivência da espécie humana, das futuras gerações, do planeta.

Quando se toma conhecimento da discussão levada a cabo nesse caso específico, percebe-se que não se trata de uma contenda, de premissas ou construções envolvendo legislação, interpretação e aplicação de tópicos de direito ambiental, e sim de conteúdos e lógicas próprios que questionaram e direcionaram o foco para o cumprimento ou descumprimento de normas e princípios atinentes ao direito do mercado de valores mobiliários.

<sup>42</sup> A responsabilidade civil por ato ilícito está prevista nos artigos 186 (“Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”) e 927 (“Aquele que, por ato ilícito, causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”), ambos do Código Civil.

<sup>43</sup> Sobre os desafios da responsabilidade civil, ver: Schreiber, 2015.

A lógica da propositura da ação e o *rationale* utilizado na decisão tomaram por base princípios constantes dessa regulação, que envolve a extensão do dever de informar por parte das companhias emissoras de valores mobiliários. Esse dever decorre de um dos pilares da regulação do mercado, que é a ampla divulgação de informação, e tem por fim evitar a assimetria de informações no mercado e também permitir uma justa tomada de decisão por parte dos investidores. A primeira lição que o caso ExxonMobil revela, portanto, está na percepção de que também há, no Brasil, a possibilidade de se questionar a veracidade das informações sobre questões climáticas dos emissores de valores mobiliários, relevantes para a tomada de decisão de investimento; inclusive, para desencorajar práticas de *greenwashing*.

A segunda lição do caso ExxonMobil é que ele sugere os limites da regulação de mercado de capitais sobre a divulgação de informações relacionadas a questões climáticas. Como o objetivo da regulação é a eficiência informacional do mercado, é importante circunscrever adequadamente a efetividade dos litígios climáticos, para fins diferentes e além da proteção dos investidores e da eficiência do mercado de capitais. No entanto, embora o desfecho do caso tenha sido de improcedência quanto ao descumprimento da regulação de mercado, a estratégia processual escolhida permitiu o acesso a informações sobre medidas adotadas, reações e impactos no tema de mudança climática e sobre como a empresa se portou e vem se portando, e como vem interpretando a sua atividade empresarial e os seus objetivos ante esse tema.

De posse dessas informações, parece ficar aberto o caminho para que ativistas ambientais ou mesmo outras pessoas ou entidades que se sintam lesadas ou legitimadas proponham outras medidas judiciais ou busquem a satisfação de seus direitos. Essas novas demandas não teriam como base a regulação atinente ao mercado de valores mobiliários, e sim, por exemplo, os impactos de eventuais condutas que afetem a sobrevivência da espécie humana.

A improcedência da ação judicial não significa que a ExxonMobil causou ou causa danos ao meio ambiente, mas apenas que não se considerou ter havido prejuízo aos investidores decorrente de prestação de informações ou de práticas contábeis inadequadas.

A partir daí, a narrativa traz à tona o tema da responsabilidade da prestação de informações por parte das companhias emissoras. Afinal, a atividade de divulgação de informações, ao que se percebe com clareza em temas ambientais e de sustentabilidade, não tem apenas o condão de prestar contas ante os acionistas e a própria companhia. A prestação de contas também se dá perante a comunidade e o ambiente de atuação da companhia. Nesse sentido, a informação pode servir aos investidores para os fins já mencionados (precificação e tomada de decisão de investir), mas também pode – e certamente isto ocorre – se relacionar com outros interesses que vão além da relação de

financiamento e societária.

Associada a essa ideia de prestação de informações voltadas ao mercado como fonte ou base para outro tipo de litigância que não apenas a societária ou de danos aos investidores e ao mercado como um todo, como a que foi aqui analisada, percebe-se que nem sempre existem ganhos evidentes para políticas públicas climáticas.

Por fim, a terceira lição revelada pelo caso ExxonMobil diz respeito ao desenho institucional para levar adiante os litígios climáticos. Os passos seguidos pela Procuradoria-Geral do Estado de Nova Iorque não poderiam ser replicados no Brasil, pois são diferentes os poderes de investigação conferidos ao Ministério Público brasileiro em ações envolvendo tutelas coletivas e difusas, bem como o tratamento dado à comprovação dos elementos da responsabilidade civil.

Adicionalmente, parece importante fazer uma reflexão quanto à tramitação processual do caso e de que maneira seria passível de comparação com o instrumental existente no Brasil. Em primeiro lugar, não há, na instrução de procedimentos no Brasil, a autonomia e flexibilidade dos mecanismos de *discovery* ou *fact finding*. O Ministério Público, responsável pela instrução de ações civis públicas relacionadas a danos causados aos investidores, não possui os poderes investigatórios conferidos pelo Martin Act, e os três anos de investigação teriam que ocorrer em uma ação civil pública, obedecendo ao direito ao contraditório.

Quanto à responsabilidade civil, também não se aproxima das facilidades previstas no Martin Act, de se exigir somente a prova da prática ilícita, e aqui o caminho para a comprovação de culpa ou dolo, existência de dano aos investidores e do nexo de causalidade entre o ato ilícito e os prejuízos, também seria tortuoso.

Por fim, como elemento conjuntural, vale lembrar que são muitos os desafios em torno dos processos coletivos no Brasil, como meio para a tutela jurisdicional de direitos transindividuais – diagnóstico que é mais acentuado na efetividade de direitos de ressarcimento envolvendo investidores.

## REFERÊNCIAS

ANDERSON, N. IFRS® Standards and climate-related disclosures. **IFRS Foundation**, [s. l.], 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/y2y25zxe>. Acesso em: 13 dez. 2022.

CARPENTER, S. Will New York Vs. Exxon Matter? **Forbes**, [s. l.], 14 novembro 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/4xe38np9>. Acesso em: 13 dez. 2022.

COFFEE JR., J. C. **Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future**. Cambridge, MA:



Harvard University Press, 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) (Brasil). **A agenda ASG e o mercado de capitais**. Uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. [S. l.]: CVM, 2022. Disponível em: <http://tinyurl.com/2uva2wsb>. Acesso em: 13 jun. 2023.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO (CODIM) (Brasil). **Pronunciamento de Orientação nº 04, de 17 de abril de 2008**. Revisão R1 – 10 de setembro de 2015. Disponível em: <http://tinyurl.com/284euc2f>. Acesso em: 13 dez. 2022.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO (CODIM) (Brasil). **Pronunciamento de Orientação nº 14, de 04 de setembro de 2012**. Revisão - R1 de 10 de dezembro de 2015. Revisão R2 – 06 de dezembro de 2018. Disponível em: <http://tinyurl.com/46pf2rrb>. Acesso em: 13 dez. 2022.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento conceitual básico**: estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Aprovado em 11 jan. 2008. Disponível em: <http://tinyurl.com/5bfwa7ad>. Acesso em: 13 dez. 2022.

DIFIORE, J.; MARKS, L. K. **New York State Courts**. An Introductory Guide. New York: New York State Office of Court Administration, July 2016. Disponível em: <http://tinyurl.com/2p8dzafd>. Acesso em: 13 dez. 2022.

EPSTEIN, R. A. Regulatory Enforcement Under New York's Martin Act: From Financial Fraud to Global Warming. **New York University Journal of Law & Business**, [s. l.], v. 14, n. 3, p. 805-921, 2018.

FOX, M. B. ExxonMobil is being Investigated, But Here's the Real Problem. **The National Law Journal**, [s. l.], agosto 15, 2016. Disponível em: <http://tinyurl.com/2nhtrp4>. Acesso em: 13 dez. 2022.

GHIRARDI, J. G.; PALMA, J. B. de; VIANA, M. T. Posso fazer um trabalho inteiro sobre um caso específico? In: QUEIROZ, R. M. R.; FEFERBAUM, M. (coord.). **Metodologia jurídica**: um roteiro prático para trabalhos de conclusão de curso. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 178-190.

LOURO, M. Estados norte-americanos contrariam Trump e formam aliança climática. **Público**, [s. l.], 2 de junho de 2017. Disponível em: <http://tinyurl.com/4j8s224k>. Acesso em: 13 dez. 2022.

MAMONA, K. As 15 maiores do setor de petróleo do mundo; Petrobras está na lista. **Exame invest**, [s. l.], 12 de maio de 2018. Disponível em: <http://tinyurl.com/2vs77h4v>. Acesso em: 13 dez. 2022.

MARIOTTO, F. L.; ZANNI, P. P.; MORAES, G. H. S. M. de. What is the use of a single-case study in management research? **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 54, n. 4, p. 358-369, julho/agosto 2014.

MENDONÇA, M. M. de; COSTA, F. M. da; GALDI, F. C.; FUNCHAL, B. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista**

**Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, janeiro/abril 2010. Disponível em: <http://tinyurl.com/yve4x2r6>. Acesso em: 4 ago. 2023.

MORICEAU, J.-L. What can we learn from a singular case like Enron? **Critical Perspectives on Accounting**, [s. l.], v. 16, n. 6, p. 787-796, August 2005.

NASSER, S. H.; PRADO, V. M.; RACHMAN, N. Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e *accountability*. **Revista de Direito Internacional**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 267-283, 2016. Disponível em: <http://tinyurl.com/5h8b6tf7>. Acesso em: 4 ago. 2023.

PARKER, B. J.; BARRON, A. R. What is a Proxy Price on Carbon? **Smith College**, [s. l.], September 5, 2018. Disponível em: <http://tinyurl.com/yc6z93n2>. Acesso em: 13 dez. 2022.

PEOPLE of the State of New York v. Exxon Mobil Corporation. Action alleging fraudulent scheme by Exxon Mobil Corporation to deceive investors about the company's management of risks posed by climate change regulation. Filing Date: 2015. Decision of December 10, 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/48hfyc7>. Acesso em: 13 dez. 2022.

PEOPLE v. Federated Radio Corporation. 244 N.Y. 33, 154 N.E. 655 (N.Y. 1926). Court: Court of Appeals of the State of New York. Date published: Dec. 4, 1926. Disponível em: <http://tinyurl.com/3cpu2t3k>. Acesso em: 23 jun. 2023.

PEOPLE v. Sala. 258 A.D.2d 182, 695 N.Y.S.2d 169 (N.Y. App. Div. 1999). Court: Appellate Division of the Supreme Court of New York, Third Department. Date published: Jul 29, 1999. Disponível em: <http://tinyurl.com/2bwmb4zx>. Acesso em: 13 jun. 2023.

PITTA, A. G. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, V. M. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. [**S. n.**], [s. l.], [2016?]. Disponível em: <http://tinyurl.com/mr2hcwbw>. Acesso em: 13 dez. 2022.

RACHMAN, N. M. **O princípio do full disclosure no mercado de capitais**. 1999. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

SCHREIBER, A. Novos paradigmas da responsabilidade civil. Da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

STEVENS, P.; SOLOMON, R.; MANNING, P. Rex Tillerson says Exxon had no incentive to downplay costs, testifying in climate change fraud trial. **CNBC**, [s. l.], Oct. 30 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/ycy2yaz5>. Acesso em: 13 dez. 2022.

VIZCARRA, H. V. Climate-Related Disclosure and Litigation Risk in the Oil & Gas Industry: Will State Attorneys General Investigations Impede the Drive for More Expansive Disclosures? **Vermont Law Review**, [s. l.], v. 43, p. 733-775, 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/tracdbd8>. Acesso em: 13 dez. 2022.

ZAVASCKI, T. A. Tutela Jurisdicional dos Acionistas e Investidores no Mercado Valores

Mobiliários. *In*: BRASIL. Conselho da Justiça Federal (CJF). **Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários**. Brasília: CJF, 1998. v. 15. Disponível em: <http://tinyurl.com/355pytak>. Acesso em: 13 dez. 2022.