Sustainable Stock Exchanges Initiative

BOLSAS DE VALORES SUSTENTÁVEIS

Relatório de Progresso

Estudo elaborado para o Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012

Realização: RESPONSIBLE RESEARCH

Patrocínio: AVIVA INVESTORS

Apoio: THE GLOBAL COMPACT, UNITED NATIONS UNCTAD, PRI

MARCH 2012

Relatório de Progresso

Estudo elaborado para o Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012

Realização: Responsible Research
Patrocínio: Aviva Investors
Apoio: The Global Compact, UNCTAD, PRI

Autores: Jaideep Singh Panwar e Jenny Blinch
Pesquisador: Bobby Chiu
Editores: Lucy Carmody e Benjamin McCarron

Agradecimentos

Este relatório foi elaborado pela Responsible, Research com o patrocínio da Aviva Investors, e sua realização só foi possível graças à valorosa contribuição de Steve Waygood, Diretor de Investimento Responsável da Aviva Investors, e Anthony Miller, Diretor de Assuntos Económicos da UNCTAD. O relatório também contou com a consultoria de: Danielle Chesebrough, Gerente de Engajamento de Investidores, PRI/UNGC; Melissa Brown, Diretora, Responsible Research; Rumi Morales, Diretor Executivo, Desenvolvimento Corporativo e Finanças, CME Group; Kris Douma, Chefe de Investimento Responsável e Governança, MN Services; Narina Mnatsakanian, Investimento Responsável e Governança, MN Services; Tracey Rembert, Gerente Sênior de Engajamento de Investidores, Ceres; Julia Taeschner, Diretora de Responsabilidade Corporativa, Deutsche Börse; Corli le Roux, Supervisora do Índice SRI, Johannesburg Stock Exchange; Yeo Lian Sim, Diretor Regulatório, Singapore Exchanger; Michael Cheng, Política de Listagem, Serviços de Secretariado e Departamento de Suporte, Stock Exchange of Hong Kong; Sonia Favaretto, Diretora de Sustentabilidade, BM&FBOVESPA; Sônia Bruck, Gerente de Sustentabilidade, BM&FBOVESPA; Evan Harvey, Diretor Gerente, Nasdaq OMX Global Marketing; Dan Siddy, Diretor, Delsus; Dan Sokell, Gerente de Parcerias Técnicas e Inovações, Carbon Disclosure Project; Clare Roswell, Diretor, ITG. Os autores agradecem o apoio dos vários executivos sênior nas bolsas que contribuíram com esta pesquisa.

Nota

Este relatório serve como base de discussão para os participantes do Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012. As opiniões expressas, bem como as denominações e a terminologia empregadas no relatório, são de exclusiva responsabilidade da Responsible Research. O conteúdo do presente relatório não reflete necessariamente a opinião oficial da Aviva Investors, dos Princípios de Investimento Responsável (PRI) como organização ou seus signatários, da UNGC, do Secretariado da UNCTAD ou seus Estados-membros.

Comentários sobre este estudo são bem vindos e podem ser encaminhados aos autores no e-mail info@responsibleresearch.com. O material deste documento poderá ser livremente citado ou reproduzido, mas uma referência ao relatório deverá ser feita juntamente com uma referência ao título. Uma cópia da publicação contendo a citação ou reprodução deverá ser encaminhada para info@responsibleresearch.com e info@SSEinitiative.org.

PREFÁCIO

Paul Abberley, CEO, Aviva Investors, Londres

Em 2008, a crise financeira global levou Alain Dromer – diretor-chefe executivo da Aviva Investors – a convocar um debate com autoridades de listagem do mercado de ações sobre a divulgação corporativa de informações relevantes sobre sustentabilidade. A convocação da Aviva Investors mobilizou vários outros investidores e segmentos da sociedade civil e inspirou o que viria a se tornar uma importante iniciativa das Nações Unidas.

Em 2009, o primeiro Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis (SSE) foi realizado em Nova York pelo secretário geral da ONU, Ban Ki-moon, com cerca de 100 líderes de instituições financeiras, bolsas de valores e entidades reguladoras. O SSE foi resultado da colaboração entre vários órgãos das Nações Unidas e organizações ligadas às Nações Unidas, que trabalham com investimento responsável, divulgação de relatórios de governança corporativa e sustentabilidade.

A Aviva Investors está envolvida com a iniciativa SSE desde o seu início e desejo aproveitar esta oportunidade para elogiar a Organização das Nações Unidas por seu trabalho excepcional nas questões de investimento sustentável. A iniciativa SSE cresceu em impacto e escala para tornar-se um catalisador global de debates de alto nível sobre mercados de capitais sustentáveis.

A Aviva Investors orgulha-se em apoiar o trabalho dos organizadores do Diálogo SSE, a saber: os Princípios do Investimento Responsável (PRI), respaldado pelas Nações Unidas, a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), a Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP-FI) e o Pacto Global das Nações Unidas (UNGC). Sem a dedicação, profissionalismo e experiência destes articuladores, não haveria como esta iniciativa de investimento sustentável chegar ao ponto em que chegou, onde as ideias centrais assumem a forma de um acordo internacional na Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, que acontecerá no Rio de Janeiro neste ano.

Graças ao retorno positivo do evento de 2009, o Diálogo SSE continuou avançando e foi realizado novamente em setembro de 2010 em Xiamen, na China (como parte do Fórum de Investimento Mundial da UNCTAD). Desta vez, o evento foi aberto pelo Presidente da Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China, Sr. Shang FuLin. Neste Diálogo, tive o privilégio de participar da elaboração do primeiro relatório da série *Bolsas de Valores Sustentáveis: Obstáculos Reais, Oportunidades Reais*. O relatório de 2010 traz questões essenciais, tais como o equilíbrio entre iniciativas voluntárias lideradas por bolsas e regulação, bem como o papel das bolsas, investidores e reguladores.

Em 2011, como resultado dos diálogos no âmbito da iniciativa SSE, a Aviva Investors criou a Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC). Este grupo hoje congrega mais de 40 organizações, principalmente de investidores institucionais, com uma carteira de mais de US$ 1.6 trilhão. Membros desta coalização **estão exortando todas as nações presentes à Rio+20 Conferência das Nações Unidas Sobre Desenvolvimento Sustentável a comprometerem-se com a adoção de uma Convenção para promover o desenvolvimento de medidas nacionais exigindo, segundo o princípio "cumprir ou explicar", a inclusão de questões relevantes de sustentabilidade no ciclo de relatórios corporativo de todas as grandes empresas listadas em bolsa. A Coalizão também incentiva mecanismos efetivos de responsabilização, como, por exemplo, a apresentação do relatório ou a explicação de sua ausência durante a Assembleia Geral Anual.**

Entre as propostas em nível nacional estão as alterações na lei das sociedades, um estatuto separado exigindo a divulgação do relatório, o desenvolvimento de um código e, obviamente, mudanças nas regras de listagem do mercado acionário. Uma lista completa dos participantes da Coalizão está incluída nos Anexos (página 47) mais adiante neste documento. Fiquei satisfeito por poder contribuir para a formação desta

coalizão durante o Fórum do Setor Privado 2011 da Assembleia Geral das Nações Unidas, que foi organizado pelo Pacto Global da ONU.

A publicação deste relatório é a nossa grande contribuição para o debate em curso e estou muito satisfeito com as conclusões. Como sempre, trabalhar com a Responsible Research foi uma experiência gratificante e nossos parabéns por mais este excelente trabalho. O relatório demonstra claramente que houve avanços muito bem-vindos na agenda recente de sustentabilidade de várias bolsas de valores no mundo e seus reguladores, entre elas, a do **Brasil**, Singapura, Malásia e Índia. O relatório também destaca que a grande maioria das bolsas apoia a criação de uma política internacional para relatórios de sustentabilidade, no que concordo plenamente.

Os mercados são movidos a informações. Se as informações que os mercados recebem são de curto prazo e escassas, serão essas características que irão definir nossos mercados. Como um dos membros fundadores dos Princípios de Investimento Responsável (PRI) das Nações Unidas, acredito firmemente que as questões sociais, ambientais e de governança corporativa (ESG) são relevantes para o desempenho de empresa.

Estamos totalmente comprometidos com a integração de dados ESG em nossas decisões de compra, venda e manutenção de investimentos, no retorno que damos às empresas que investimos e no processo de votação em assembleias gerais da empresa.

Contudo, ainda faltam dados significativos. Acreditamos que o relato de sustentabilidade em nível global deva deixar de ser uma prática de uma minoria de empresas inovadoras e pioneiras, para ser incorporado por todas as grandes empresas listadas.

É com grande expectativa que aguardo os debates na Rio+20 este ano.

Acesse o site www.sseinitiative.org para informações adicionais sobre a iniciativa SSE.

Para saber mais sobre a Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC), visite o site www.aviva.com/earthsummit2012.

Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012

18 De Junho de 2012 / Windsor Barra Hotel / Rio de Janeiro

O Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012 fornece uma plataforma única e de alto nível para examinar como as bolsas mundiais podem trabalhar em conjunto com investidores, reguladores e empresas para aumentar a transparência corporativa e o desempenho em questões ESG.

Com base nos diálogos SSE em Nova York (2009) e Xiamen, China (2010), o evento de 2012 terá como enfoque o papel das bolsas mundiais no incentivo ao investimento responsável e de longo prazo e à criação de mercados financeiros sustentáveis.

O Diálogo SSE 2012 acontecerá nos dias que antecedem a Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável (ou "Rio+20"), como parte do **Fórum de Sustentabilidade Corporativa Rio+20** (CSF) do Pacto Global das Nações Unidas. O CSF será realizado entre 15 a 18 de Junho.

Participantes do Dialógo SSE 2012 estão convidados a participar do **CSF Rio+20**, que contará com um eixo de **Economia e Finanças do Desenvolvimento Sustentável**. Convidamos a todos para visitar o site do Fórum –

website: www.compact4rio.org - que será atualizado regularmente com informações sobre o programa, parceiros e outros eventos no Rio de Janeiro.

Inscrição

O Diálogo SSE 2012 é um evento exclusivamente por convite para formuladores de políticas sênior, reguladores, diretores de bolsa de valores, investidores institucionais e outros stakeholders principais. Não é cobrada taxa de inscrição para participar do Diálogo SSE.
O CSF é um evento exclusivamente por convite, com taxas de inscrição. Os participantes do CSF devem se inscrever o quanto antes para se beneficiar da taxa de inscrição antecipada e garantir reserva em hotel.
Os interessados em participar do Diálogo SSE 2012 ou do Diálogo SSE 2012 combinado com o CSF, deverão solicitar convite pelo e-mail: danielle.chesebrough@unpri.org.

Informações adicionais: www.sseinitiative.org

Siga-nos no Twitter e fique atualizado: @SSEinitiative

Os desafios globais de sustentabilidade são enormes.
A Rio+20 traz a oportunidade de mudar o rumo e avançar a um futuro mais sustentável.
O mundo precisa da dedicação, habilidade e empenho de todos. Venha juntar-se aos líderes do mercado de capitais na Rio+20 em junho.

ÍNDICE

SOBRE AS BOLSAS DE VALORES SUSTENTÁVEIS **07**

SOBRE ESTE RELATÓRIO **07**

I. RESUMO EXECUTIVO **08**

II. O PAPEL E NEGÓCIO DAS BOLSAS **11**

III. RELATÓRIO DE PROGRESSO **18**
A. Melhoria da Divulgação de Dados de ESG 27
B. Comparabilidade e Consistência 30
C. Prestação de contas e Responsabilidade 32
D. Produtos e Serviços 36
E. Fatores-chave 39

IV. LÍDERES DE SUSTENTABILIDADE E FATORES DE ESTÍMULO **44**

V. QUESTÕES A SEREM CONSIDERADAS PELOS ESTADOS-MEMBROS NA RIO+20 **47**

VI. ANEXOS **48**
A importância da divulgação de dados de ESG por empresas listadas 48
Iniciativas de bolsas de valores sustentáveis lideradas por investidores na Ceres 49
Participantes da Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC) 50
Pesquisa sobre bolsas e sustentabilidade - Resumo das conclusões desde 2009 50
Relatório Integrado 51
Carbono como ponto de referência? 52

VII. REFERÊNCIAS **53**

Sobre as Bolsas de Valores Sustentáveis

Classificada pela Forbes Magazine como uma das "Melhores Ideias de Sustentabilidade do Mundo" e um dos finalistas do Prêmio de Sustentabilidade Katerva de 2011, a iniciativa Bolsas de Valores Sustentáveis (SSE) destina-se a examinar como as bolsas mundiais podem trabalhar em conjunto com investidores, reguladores e empresas para aumentar a transparência e o desempenho corporativo em questões ESG. Ver Anexos para obter uma breve descrição das questões principais de ESG consideradas por investidores.

A iniciativa SSE é um projeto conjunto organizado pelos Princípios de Investimento Responsável (PRI) das Nações Unidas, pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), pela Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP-FI) e pelo Pacto Global das Nações Unidas (UNGC)[1]. O primeiro Diálogo SSE foi lançado pelo Secretário Geral das Nações Unidas, Ban Ki Moon, em Nova York em 1º de novembro de 2009 e contou com a presença de cerca de 100 líderes mundiais de investidores institucionais, bolsas de valores e entidades reguladoras.

O Diálogo SSE teve sua segunda edição em setembro de 2010 em Xiamen, China, como parte do Fórum de investimento Mundial da UNCTAD, e o evento foi aberto pelo Presidente da Comissão Regulatória de Valores Mobiliários da China. O Diálogo SSE de 2010 resultou no lançamento do primeiro relatório da série *Bolsas de Valores Sustentáveis: Obstáculos Reais, Oportunidades Reais*, em que foram abordadas questões essenciais, tais como o equilíbrio entre iniciativas voluntárias lideradas por bolsas e regulação, bem como o papel de bolsas, investidores e reguladores. Acesse o site www.sseinitiative.org para informações adicionais sobre a iniciativa SSE.

Sobre este relatório

Este relatório visa contribuir para o avanço na promoção da sustentabilidade corporativa pelas principais bolsas de valores e holdings de bolsas do mundo a partir de 2010. O relatório também é uma fonte de informação sobre o diálogo entre bolsas, investidores e outros stakeholders durante o Diálogo Global SSE, que acontecerá em 18 de junho de 2012 como pré-evento para a Conferência das Nações Unidas sobre o Desenvolvimento Sustentável (também conhecida como "Conferência da Terra") a ser realizada no Rio de Janeiro.

No texto preliminar para a Conferência da Terra, intitulado "O Futuro Que Desejamos", os Estados-Membros das Nações Unidas propõem a criação de "uma plataforma de política global exigindo que todas as grandes empresas privadas listadas incluam questões de sustentabilidade e integrem informações de sustentabilidade em seu ciclo de relatórios".[3] Criada a partir da iniciativa SSE, a Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC) liderada pela Aviva Investors e constituída por mais de 40 organizações (basicamente investidores institucionais) com uma carteira de mais de US$ 1.6 trilhão, apoia o texto preliminar. O CSRC está exortando a todos os membros das Nações Unidas que adotem no Rio de Janeiro "um compromisso vinculativo em nível internacional para desenvolver regulações nacionais segundo o princípio “cumprir ou explicar” incluindo questões relevantes de sustentabilidade no ciclo de relatórios corporativos e balancetes das empresas e que forneçam mecanismos eficazes que permitam os investidores responsabilizar as empresas pela qualidade das informações divulgadas".[4]

Desta forma, este relatório visa agregar os esforços envidados pelas bolsas de valores no sentido de aumentar a transparência das informações sociais, ambientais e de governança corporativa, desenvolver sistemas ou políticas que responsabilizem as empresas por suas divulgações, bem como aspectos de comparabilidade entre mercados que possam ser incorporados a essas iniciativas. O relatório também considera circunstâncias de mercado e fatores que favorecem ou dissuadem as bolsas a trilhar os primeiros passos neste rumo. O relatório foi elaborado a partir de respostas de uma pesquisa realizada entre 27 maiores bolsas de mercado do mundo e contém entrevistas em profundidade feitas com especialistas de mercado, representantes de bolsas de valores e de grupos de investidores. Traz também resenhas de publicações recentes nesta área.

I. RESUMO EXECUTIVO

O relatório de 2010 *"Bolsas de Valores Sustentáveis: Obstáculos Reais, Oportunidades Reais"* pesquisou 30 grandes bolsas de valores globais sobre a abrangência e profundidade de suas iniciativas de sustentabilidade. Este documento de acompanhamento, 'Relatório de Progresso', como o título sugere, revisitou as mesmas bolsas de valores* com uma pesquisa mais profunda para avaliar os avanços feitos no entendimento e gestão dos impactos de sustentabilidade por estas entidades. Felizmente, a pesquisa revelou uma melhoria no índice de respostas positivas: 78% em 2012 comparado a 53% em 2010.

Foram feitos progressos em algumas áreas, mas não em todas, durante os últimos 18 meses (os resultados da pesquisa podem ser encontrados nas páginas 16 a 42). É evidente, no entanto, que no mercado cada vez mais competitivo e global de bolsas de valores, existem limites naturais à atuação das bolsas, dada a natureza da sua relação com seus reguladores. Investidores e formuladores de políticas necessitam compreender melhor estes limites para que o diálogo com as bolsas e reguladores sejam mais pontuais e eficazes.

Esta seção destaca alguns dos principais resultados e conclusões descritos neste relatório. Sugestões para esta iniciativa direcionadas a investidores, reguladores e bolsas, bem como aos formuladores de políticas, também são apresentadas.

** Com exceção da Bolsa de Valores de Taiwan.*

As bolsas reafirmam seu compromisso com iniciativas de responsabilidade e sustentabilidade corporativas

As bolsas de valores vêm reafirmando reiteradamente seu papel incentivador de uma maior responsabilidade corporativa em questões de sustentabilidade: três quartos dos respondentes da pesquisa compartilham desta opinião (aproximadamente a mesma proporção dos respondentes da pesquisa de 2010). Esta forte convicção reflete-se nos avanços feitos pelas bolsas ao incluírem orientações ou incentivos à divulgação de informações de sustentabilidade pelos emitentes, a proliferação de índices de sustentabilidade e a transição dos requisitos de divulgação voluntária para um maior rigor no princípio de "cumprir ou explicar" em alguns mercados. Outro resultado positivo observado é que mais de metade dos respondentes indicou que suas bolsas já havia dado orientação aos emitentes sobre as iniciativas de relatos de sustentabilidade global ou sobre a importância das questões de sustentabilidade ou incentivo na divulgação de Informações sociais, ambientais e de governança corporativa**.

O detalhamento e a obrigatoriedade dessas orientações variam significativamente. Por último, em uma das respostas mais significativas e convincentes, 86% dos pesquisados indicaram que já haviam lançado, ou estavam prestes a lançar, seus próprios índices de sustentabilidade.

*** Esta orientação pode variar da emissão de um carta circular a uma diretriz voluntária detalhada apoiada pelo princípio "cumprir ou explicar".*

Os investidores devem criar e definir demanda de mercado

A convocação para uma divulgação mais ampla e efetiva de informações ESG foi, em grande parte, iniciativa de investidores institucionais. Embora as bolsas de valores pesquisadas tenham citado os investidores institucionais como os stakeholders mais favoráveis às suas iniciativas de sustentabilidade, quase metade dos respondentes também citou a ambiguidade dos investidores como um fator desencorajador para que dirigentes de bolsas adotem novas ações. Isto sugere um limite ao suporte necessário para que avanços reais sejam feitos nesta área. Dados qualitativos coletados com as bolsas, bem como outros elementos da pesquisa, sugerem que, em alguns casos, as bolsas podem ter interpretado erroneamente a demanda dos investidores por divulgação de questões de sustentabilidade como uma demanda por produtos sustentáveis. No entanto, as bolsas pesquisadas salientaram que os investidores não haviam recompensado/punido

significativamente os emitentes nos quesitos de sustentabilidade, o que dificultou a adesão desses emitentes à divulgação de informações ESG. Outro fator comumente identificado por algumas bolsas foi o fato de que, embora houvesse claramente uma necessidade de divulgação de informações ESG relevantes em contextos locais, os investidores não haviam especificado de maneira clara que tipo de divulgação era esperado das empresas e como elas integravam essas informações em suas decisões de investimento. Cada bolsa desenvolveu sua própria percepção a respeito deste quesito, sem o respaldo da expertise de mercado.

A sustentabilidade se apresenta como um business case – mas ainda não se configura como um alavancador de receitas.

A dependência cada vez maior das bolsas em volumes de negócios como a principal fonte de receitas pode parecer ir contra os objetivos de longo prazo de investidores focados em mercados de capitais sustentáveis. Ainda assim, a bolsas de valores sustentam que as negociações de alta frequência e com derivativos não são atividades mutuamente exclusivas para atender as demandas de investidores de longo prazo. Falaremos mais a respeito na próxima seção. Os resultados de nossa pesquisa mostram que 57% dos entrevistados concordaram que exigências mais rígidas de sustentabilidade para empresas listadas fazem sentido para os negócios da bolsa; apenas 14% discordaram. Isto indica que há uma maior conscientização e avanços no olhar das bolsas sobre a sustentabilidade como um *business case* (somente 37% dos entrevistados concordaram com esta visão em 2010). As bolsas apontaram que as iniciativas e produtos de sustentabilidade não contribuem significativamente para o aumento de suas receitas e que o resultado mais imediato deste *business case* foi o aumento da credibilidade do emitente. As bolsas de mercado emergentes estão mais propensas a ver a agenda ESG como um diferencial competitivo e como um fator de reforço de sua reputação. Algumas bolsas de mercado desenvolvidas também veem a agenda ESG como uma ferramenta útil à sua reputação. As conclusões da pesquisa não sugerem que existe uma relação consistente entre a propriedade das bolsas de valores – seja pública ou privada – e sua atitude para com as iniciativas de sustentabilidade.

A vontade de agir não se traduz necessariamente em capacidade para agir

A conversão das bolsas de valores para entidades com fins lucrativos levou as bolsas a abdicarem de algumas de suas funções autoreguladoras para reguladores nacionais ou de mercado. Apenas 10% dos respondentes da pesquisa consideraram que a implantação de mecanismos para promover a divulgação e responsabilidade de relatórios de sustentabilidade, incluindo as regras de listagem, estava em seu âmbito de competência. Por outro lado, mais da metade dos respondentes indicou que sua competência era partilhada com os reguladores e legisladores (lei societária). Em cerca de um terço dos mercados, a competência foi considerada inteiramente a cargo de legisladores e reguladores. A falta de apoio regulatório foi destacada por mais da metade dos respondentes, que apontaram fatores que os desmotivavam a adotar iniciativas de sustentabilidade.

Iniciativas regulatórias são necessárias para a construção de mercados de capitais sustentáveis

Os mercados de capitais de hoje são moldados por forças de mercado e iniciativas de caráter regulatório. Da mesma forma, o desenvolvimento de mercados de capitais sustentáveis do futuro irá exigir uma atenção maior por parte dos formuladores de políticas, visto que os fatores a serem integrados são frequentemente externos ao conhecimento e expertise de mercado existentes. Devido à natureza atual dos ecossistemas de mercado e a complexidade da responsabilidade, acreditamos também que, para ser verdadeiramente eficaz, o diálogo global requeira uma intervenção política urgente e pontual. Será muito benéfico se os formuladores de políticas apoiarem a introdução de princípios orientadores e um roteiro para aprimorar a divulgação de relatórios ESG pelas empresas em seus mercados. Esses formuladores também poderiam formalizar mecanismos para manter as empresas responsáveis por essas divulgações. Embora os requisitos de divulgação devam caracterizar-se por contextos locais, será necessário um nível mínimo de comparabilidade entre mercados. A ausência de um padrão global mínimo poderá comprometer as iniciativas de divulgação de relatórios ESG que hoje estão surgindo em todos os mercados. É revelador que mais de três quartos das bolsas de valores pesquisadas apreciem a ideia de uma abordagem global para a publicação consistente e relevante de relatórios de sustentabilidade corporativa. Além disso, uma proporção

semelhante dos respondentes apoia a formação de "uma convenção de publicação de relatórios de sustentabilidade corporativa", em que governos serão instados a exigir que os conselhos das empresas: (a) incorporem questões de sustentabilidade em suas estratégias; e, (b) seguindo o princípio "cumprir ou explicar", que integrem as questões de sustentabilidade consideradas relevantes em seus Relatórios Anuais.

Com o intuito de promover ainda mais a criação de mercados de capitais sustentáveis, sugerimos a adoção dos seguintes passos.

Para investidores:
1. Os investidores devem fortalecer seu diálogo com as bolsas e seus respectivos reguladores de mercado e formuladores de políticas. Investidores de longo prazo, cujo desempenho de carteira é prejudicado pelo imediatismo do mercado, devem comunicar seus pontos de vista a autoridades públicas de maneira mais efetiva;

2. Entrevistas com algumas bolsas revelaram que os investidores respondem com silêncio às diretrizes de sustentabilidade e às consultas realizadas por essas bolsas. Os investidores devem expressar suas opiniões a estas oportunidades de forma mais clara e assertiva;

3. Os investidores devem se preparar para definir claramente os fatores ESG em suas decisões de investimento e como eles usam dados dos emitentes para influenciar tais decisões;

4. Os investidores devem compensar/punir os emitentes de forma mais aberta em fatores ESG por meio de suas decisões de investimento.

Para bolsas e reguladores:
1. As bolsas de valores devem seguir o exemplo de seus pares, como a Bolsa de Valores de Johanesburgo (JSE), a **BM&FBOVESPA** e Bolsa de Valores de Istanbul, e se tornar signatários dos Princípios de Investimento Responsável (PRI), que por sua vez poderia considerar a formação de um GRUPO DE TRABALHO DE BOLSAS DE VALORES. O PRI também poderia considerar a criação de uma nova plataforma onde os reguladores de mercado e os formuladores de políticas possam colaborar com as bolsas e investidores através de uma 'Mesa Redonda Multilateral de Bolsas e Mercados de Capital Sustentáveis';

2. Um diálogo mais efetivo com empresas listadas sobre a divulgação de relatórios ESG deve ocorrer. Esses diálogos devem se tornar fóruns rotineiros de discussão, com foco em riscos e oportunidades e na adoção sistemas de relato e gestão reconhecidos, além de normas e certificações internacionais;

3. As bolsas de valores e reguladores de mercado deverão se preparar para participar ativamente do Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2012, que acontece no Rio de Janeiro em 18 de junho. O evento será uma plataforma para o compartilhamento de práticas recomendadas e a deliberação sobre o futuro dos mercados de capitais sustentáveis;

4. Reguladores devem trabalhar em conjunto com os formuladores de políticas na elaboração de políticas internacionais, segundo o princípio "cumprir ou explicar", exigindo que as empresas listadas divulguem Informações sociais, ambientais e de governança corporativa relevantes e consistentes.

Para os formuladores de políticas:

1. Definir um roteiro para o desenvolvimento de políticas internacionais que ofereçam um suporte maior e mais consistente à divulgação de informações sociais, ambientais e de governança corporativa por empresas listadas de vários mercados;

2. Apoio à adoção de iniciativas de sustentabilidade relacionadas a empresas listadas por reguladores de mercado e bolsas de valores mobiliários em seus respectivos mercados.

II. O PAPEL E NEGÓCIO DAS BOLSAS

As bolsas de valores desempenham um papel vital no desenvolvimento econômico como uma das principais ferramentas para a alocação de capital em economias emergentes e desenvolvidas. As bolsas, principalmente as companhias desmutualizadas e implementadores de políticas económicas nacionais e de lei societária, têm sido comparadas a "empresas jornalísticas, companhias aéreas nacionais, grandes empresas de radiodifusão, grandes empresas automobilísticas, companhias de petróleo e grandes bancos de varejo e de investimento" devido à sua "elevada proeminência institucional no cotidiano das nações".[5] Índices usando plataformas fornecidas por bolsas globais são utilizados pela indústria de serviços financeiros e por políticos como um termômetro da saúde econômica e como prognóstico do bem-estar financeiro dos países.

Hoje, no entanto, tal como ocorre com várias empresas de 'importância nacional', a bolsas estão, em alguns casos, estruturalmente comprometidas e recebem poucos incentivos para executar os serviços públicos que o público imagina ser a essência de seus negócios. A má percepção do público e da mídia sobre o papel das bolsas durante a recente crise financeira e a decorrente volatilidade do mercado ressalta o fato de que a distinção entre o impacto da regulação de mercados de capital bem sucedidos e a habilidade das bolsas de valores de controlar e amenizar os lucros empresariais não foi amplamente compreendida. Conforme escreveu Peter Clifford, secretário-geral adjunto da Federação Mundial de Bolsas (WFE), no editorial de janeiro de 2012 do boletim da WFE: "Em 2011, clientes, reguladores e o público em geral foram às bolsas e as questionaram, às vezes de forma literal. Para além de suas marcas reconhecidas, de serem ícones do mundo empresarial e da criação de riqueza, por que uma bolsa seria o foco desta atenção? Será que foi um conceito errôneo ou obsoleto sobre os mercados?"[6]

Também não é amplamente noticiado que cerca de metade de todas as bolsas globais é formada por empresas listadas em suas próprias bolsas, apresentando uma complexidade ímpar ao enigma que se tornou a bolsa de valores moderna.

A estrutura das bolsas

Historicamente, até há 20 anos, a maioria das bolsas tendia a ser clubes fechados, órgãos mutuamente autorregulados servindo seus corretores membros. Até àquela época, as receitas advinham principalmente da anuidade dos associados e o sucesso para os membros da bolsa era baseado na sua capacidade de gerar negociações, contando com procedimentos sem sobressaltos e o bom funcionamento das operações da bolsa.

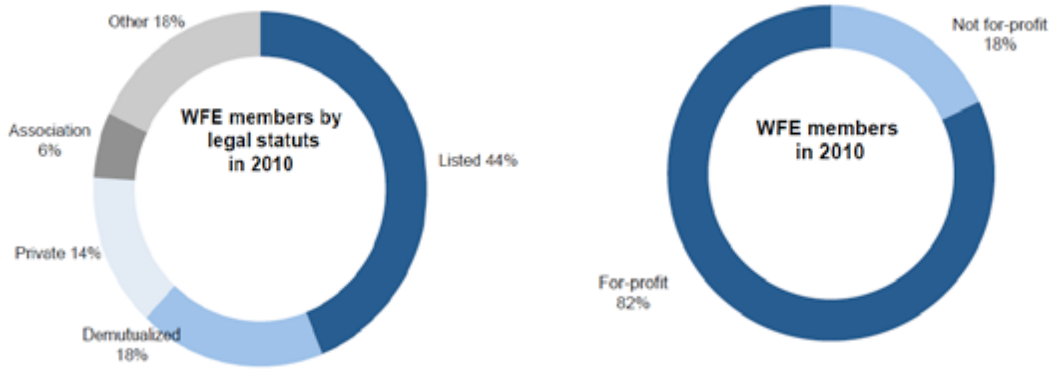
A primeira onda de desmutualizações iniciou-se com a Bolsa de Valores de Estocolmo em 1993, seguida da Bolsa de Valores de Mumbai em 1995 e da Bursa Italia em 1997. O processo de desmutualização foi seguido por uma segunda fase, em que bolsas tornaram-se empresas de capital aberto com fins lucrativos listadas em sua própria bolsa, sendo que a Bolsa de Valores Australiana foi a primeira a adotar este modelo em 1998. Tais reestruturações ocorrem até hoje: em 2010, a Bolsa de Valores de Varsóvia tornou-se a mais nova bolsa de capital aberto. Neste novo modelo, as empresas que não são corretoras podem se tornar proprietárias da bolsa e as corretoras já não são obrigadas a serem proprietárias. As receitas das novas bolsas passaram a ser impulsionadas principalmente por comissões para uma gama variada de serviços, incluindo negociação, listagem, compensação, liquidação, depositária, custódia, agentes fiduciários e o serviço mais recente de fluxos de receita advindos de dados, análise ou informações de mercado. O sucesso das bolsas hoje baseia-se no retorno de acionistas, impulsionado por comissões de vários IPOs, e na ‘velocidade’ de negociações de alta frequência.

A WFE hoje divide seus associados em cinco categorias: empresas listadas, associações mutualistas, empresas privadas, desmutualizadas e 'outras' (incluindo empresas governamentais ou mistas). As 27

entidades incluídas no escopo deste relatório são membros da WFE e abrangem essas cinco categorias. Dezesseis são empresas listadas com fins lucrativos. A partir de novembro de 2011, quase metade dos membros do WFE era formada por bolsas listadas.

Gráfico 1: Bolsas listadas com fins lucrativos dominam a indústria

Membros da WFE conforme constituição jurídica em 2010 de um total de 51 associados



Círculo da esquerda:	**Círculo da direita:**
Membros da WFE por constituição jurídica em 2010 Listadas = 44% Desmutualizadas =18% Privadas = 14% Associações = 6% Outras =18%	Membros da WFE em 2010 Com fins lucrativos = 82% Sem fins lucrativos = 18% Fonte: Federação Mundial de Bolsas – Pesquisa de Custos e Receitas 2010 – Novembro de 2011

Fonte: Federação Mundial de Bolsas – Pesquisa de Custos e Receitas 2010 – Novembro de 2011

O modelo de bolsas mudou drasticamente nos últimos anos e as bolsas vêm se tornando cada vez mais reguladas. Essas organizações também se tornaram altamente competitivas, à medida que as empresas adquirem mais flexibilidade na busca por capital fora de suas fronteiras nacionais. Por fim, as bolsas formam hoje uma indústria de capital intensivo (principalmente devido à infraestrutura de TI necessária para a realização de negociações de alta frequência) e cada vez mais buscam o crescimento por meio de aquisições, a fim de desfrutar de uma maior economia de escala.

Após a febre de fusões e aquisições que agitou os mercados a partir de 2006, o tamanho e a posição dos grandes grupos de bolsas globais é causa de crescente preocupação entre os observadores do mercado. Uma nova tentativa de rodada de fusões e aquisições foi recentemente frustrada por temor que grandes "holdings de bolsas" multinacionais com alcance global, que são reguladas por uma gama variada de instituições, afetem a concorrência e o poder dos formuladores de políticas nacionais de controlar os mercados.

Exemplos recentes incluem a tentativa da Bolsa de Valores de Singapura (SGX) de comprar a Bolsa de Valores Australiana (ASX Ltd) em 2010, uma transação supostamente interditada pelo governo australiano em nome do interesse nacional, e a tentativa da Deutsche Börse de adquirir a NYSE Euronext, transação interditada pelas autoridades reguladoras europeias, por acreditarem que juntas essas bolsas formariam a maior bolsa de valores do mundo, com enorme poder financeiro no sistema mundial de operações. A

aquisição (hostil) da NYSE Euronext pela Nasdaq OMX e Intercontinental Exchange também foi frustrada no ano passado, bem com a fusão entre o LSE Group e o TMX Group. Este aumento no interesse dos reguladores financeiros dominantes mundiais demonstra que, apesar da concorrência feroz entre as bolsas em nível internacional, as bolsas de valores ainda são basicamente vistas como símbolos nacionais, que refletem a saúde, vitalidade e credibilidade de investimento da economia macro de seus países.

Tecer generalizações sobre este vasto grupo de empresas de bolsas (em nossa pesquisa, cobrimos 27 bolsas e grupos de bolsas) é algo problemático, pois essas empresas variam muito em tamanho, volume negociado, margem de participação por órgãos governamentais, e também na forma como são administradas e regulamentadas. Assim sendo, qualquer discussão sobre o 'papel de mercado´ de uma bolsa de valores deve levar em conta que a estrutura de negócios, os alavancadores de receitas, custos e ambiente competitivo das bolsas variam muito. Isso tem implicações diretas sobre a iniciativa Bolsas de Valores Sustentáveis. Visto que duas bolsas ou grupos de bolsas nunca são os mesmos, os meios para atingir os fins podem diferir nos detalhes, mas podem ser coerentes e comparáveis nos objetivos e prazos para atingi-los. Os governos, formuladores de políticas e investidores, no entanto, devem se concentrar em princípios orientadores globais e em acordos sobre metas e prazos possíveis.

Estrutura regulatória

A regulação das bolsas de valores em muitos países foi reforçada nos últimos anos para se adequarem ao modelo de bolsas com fins lucrativos (listadas).

Em alguns países (principalmente nos países europeus), várias das funções regulatórias tradicionalmente executadas por bolsas de valores foram completamente eliminadas de sua competência e transferidas a órgãos reguladores. As estruturas dessas entidades reguladoras também variam: algumas são órgãos de instância governamental, tal como a Autoridade Monetária de Cingapura, a Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong e a Comisión Nacional Bancaria y de Valores mexicanas. Outras são empresas privadas, como a Bolsa Regulatória de Valores de Tóquio.

O resultado é que o poder autoregulador das bolsas hoje varia muito de uma para outra, assim como varia a amplitude da regulação a que as bolsas estão sujeitas. Por exemplo, a Bolsa de Valores de Londres já não define regras de listagem ou aprova novas listagens. Esta função é executada pela Autoridade de Serviços Financeiros. No outro extremo, a Bolsa de Valores Australiana é basicamente uma entidade autoreguladora (SRO), embora compartilhe algumas funções, tais como a regulação de membros e intermediários, com a Comissão Australiana de Investimentos e Valores Mobiliários.

Um documento de janeiro de 2011 do Banco Mundial definiu quatro modelos regulatórios nos quais as bolsas podem ser classificadas, que vão desde um 'Modelo Governamental' de supervisão regulatória centralizada (por exemplo, o modelo da Grã Bretanha) a um 'Modelo de Organização Autoreguladora Independente'. A Bolsa de Valores Australiana é classificada como um 'modelo de SRO forte'. A Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEx), por sua vez, é considerada um 'modelo de SRO limitado', visto que, embora a Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong seja o principal órgão regulador, a HKEx desempenha algumas funções importantes de SRO, incluindo o controle de listagens.[7]

As funções típicas de supervisão de uma bolsa por um regulador incluem: fiscalização independente do mercado (para impedir que informações privilegiadas e manipulação do mercado aconteçam), imposição de penalidades a empresas listadas que deixem de realizar a divulgação oportuna de informações relevantes e a qualquer participantes suspeito de má conduta de mercado, aprovação de participação acionária substancial na bolsa, supervisão de corretoras e regulação da bolsa como entidade autolistada. O aspecto mais importante deste relatório é que vários reguladores detêm a responsabilidade final de aprovar as regras de listagem que as bolsas se encarregam de definir e fazer cumprir. Portanto, o fortalecimento da divulgação de Informações sociais, ambientais e de governança corporativa a respeito das empresas listadas requer que os investidores e bolsas de valores comuniquem suas necessidades aos reguladores.

Há o pressuposto de que existe um conflito de interesses inerente às bolsas de valores entre a competência de uma bolsa de agir como guardiã do interesse de seus acionistas e o papel de supervisora do mesmo mercado em que essa bolsa está listada. Os observadores devem reconhecer, no entanto, que os acionistas de bolsas modernas desempenham ao mesmo tempo o papel de proprietários institucionais de ativos e de gestores que dependem do bom funcionamento dessas bolsas para conduzir seus negócios de compra e venda de ativos. Seus interesses são, portanto, perfeitamente alinhados com as diretrizes de reguladores governamentais em sua busca por mercados regulados que sejam justos, transparentes e eficientes. O que surpreende é que tem havido cada vez menos colaboração entre investidores e reguladores para esta finalidade.

O modelo regulatório de uma bolsa é altamente significativo, uma vez que tem implicações diretas sobre a capacidade da bolsa de implementar suas próprias ações de sustentabilidade e reagir às demandas dos investidores. Isto é especialmente verdadeiro quando os investidores fazem pressão para haver alterações nos requisitos de divulgação e listagem. Em muitos países, é o próprio regulador de títulos que controla esta função e é a ele que tais solicitações devem ser encaminhadas.

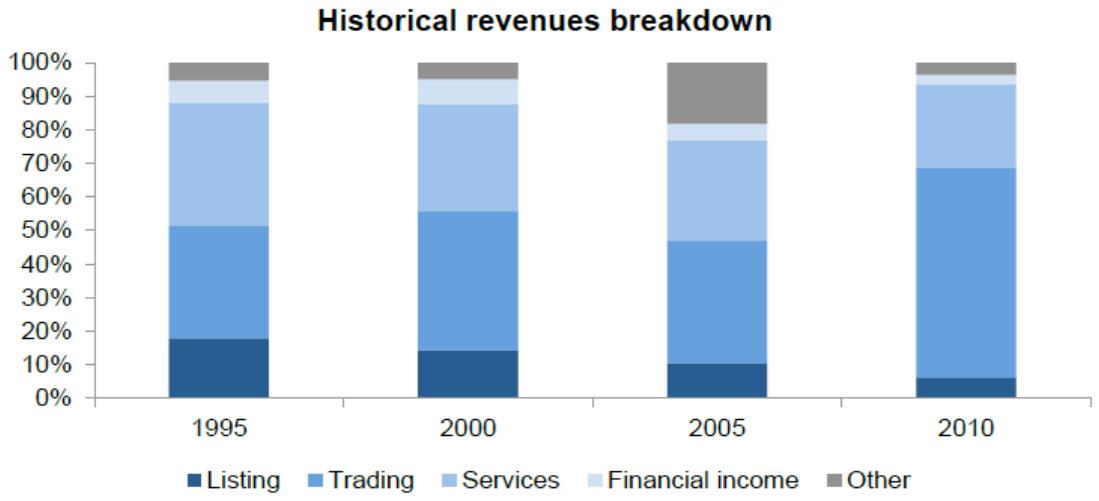
Alavancadores de receitas e lucros

Visto que muitas bolsas de valores tornaram-se entidades com fins lucrativos, a principal fonte de receitas também mudou, segundo números enviados por membros da WFE. Mais notadamente, a proporção de receitas advindas de negociação no grupo como um todo mostra um aumento exponencial a partir de 2005, representando um total de 63% em 2010.[8] Por outro lado, a receita advinda de atividades de listagem parece estar diminuindo, proporcionalmente. Em 2010, apenas 6% do faturamento médio acumulado por membros da WFE foi proveniente de listagens, incluindo novas listagens e taxas de listagens existentes.

Aumento da dependência em volumes de negociação

Gráfico 2: Evolução das receitas de membros WFE

EVOLUÇÃO DAS RECEITAS



Fonte: Federação Mundial de Bolsas – Pesquisa de Custos e Receitas 2010 – Novembro de 2011

O aumento da dependência das bolsas em volumes de negociação como sua principal fonte de receitas pode parecer ir contra os objetivos de longo prazo de iniciativas dos investidores focadas em mercados de capitais sustentáveis. As bolsas estão cada vez mais dependentes de uma base de clientes com operadores de curto prazo, incluindo Operadores de Alta Frequência (HFT) e outros investidores algorítmicos, que geralmente não estão interessados na qualidade do estoque ou do ativo subjacente, mas que buscam arbitrar as lacunas de preços. A importância crescente de negociações com derivativos e a compensação dessas operações como um alavancador de receitas (que em conjunto corresponderam a 27% das receitas dos membros WFE em 2010)[9] reforça essa linha de pensamento e destaca a importância decrescente de estratégias de investimento a longo prazo para o *core business* das bolsas.

No entanto, este argumento tem suas falhas. Os Operadores de Alta Frequência encontram-se no outro extremo, mas esses operadores, juntamente com investidores de curto prazo, dependem de outros grupos de investidores, tais como investidores passivos, para criar as ineficiências e discrepâncias de preços que exploram. Muitos acreditam que o predomínio de negociações de curto prazo garante a liquidez necessária para outros investidores.

Uma área de preocupação é a contribuição cada vez menor de atividades de listagem na receita global das bolsas. Muitos dos objetivos dos investidores se concentram especificamente nesta área de negócios da bolsa, por exemplo, solicitação para que as bolsas permitam uma maior divulgação corporativa na listagem anualmente. Como as receitas de listagem tornaram-se financeiramente menos significativas nas bolsas, há menos incentivo financeiro direto para que essas entidades dediquem tempo e capital para este seu negócio. Por outro lado, uma vez que as taxas de listagem não constituem um grande gerador de receita, pode-se argumentar que há menos risco financeiro para as bolsas exigirem uma maior divulgação de Informações sociais, ambientais e de governança corporativa em seus requisitos de listagem.

Panorama competitivo

O panorama competitivo entre as bolsas varia conforme seu modelo de negócios e geografia, mas pode ser descrito como cada vez maior e mais acirrado. A concorrência é atualmente composta de outras bolsas de valores reguladas que atuam ao lado de bolsas alternativas e plataformas de negociação.

Outras bolsas reguladas

As bolsas reguladas competem entre si primordialmente para atrair novas listagens e, também, para atrair investimentos e atividade de negociação. Embora a maioria das empresas esteja listada em bolsas 'de casa', mais e mais empresas estão listadas em bolsas em várias partes do mundo.

Em geral, as bolsas do mundo desenvolvido competem com outras bolsas em mercados desenvolvidos, enquanto que as bolsas de países emergentes competem com outras bolsas em mercado emergentes. No entanto, há uma gama variada de empresas em mercados emergentes buscando listagens primárias e secundárias nas principais bolsas globais, em particular na NYSE. Há também uma crescente rivalidade intra-regional entre bolsas latino-americanas, asiáticas e emergentes europeias.

Bolsas alternativas e plataformas de negociação

Ainda que a regulação tenha se tornado mais rígida para muitas bolsas com fins lucrativos, para evitar possíveis conflitos de interesse, a regulação do mercado global em economias desenvolvidas foi facilitada, permitindo o surgimento de uma base de concorrência, especialmente em funções específicas de negociação. O primeiro país onde isto ocorreu foi os Estados Unidos, com regras definidas pela Securities and Exchange Commission, refletindo-se na Europa em 2007 com a criação da Diretiva de Mercados em Instrumentos Financeiros (MiFID), medida adotada por governos e reguladores visando extinguir o "monopólio virtual" detido por bolsas reguladas. Com isto, houve um rápido aumento de sistemas alternativos de negociação (ATSs) mais baratos, incluindo redes eletrônicas de comunicação (ECNs) – ou o

seu equivalente europeu, as unidades multilaterais de negociação (MTF) – entre outros. Muitos ATSs operam como 'dark pools' (sistema `caixa preta´ de negociação), oferecendo aos investidores invisibilidade em suas negociações. Este sistema é vantajoso para investidores que desejam negociar grandes volumes de ações, sem despertar a atenção do mercado para seus movimentos e expondo-se a uma mudança potencial de preço.

Uma das plataformas de negociação recentes mais bem sucedidas é a Chi-X Europe, uma MTF alternativa criada em 2007 por um consórcio de bancos, incluindo o Nomura Group, Bank of America Merrill Lynch, Goldman Sachs e Morgan Stanley. Como uma plataforma alternativa de baixo custo para negociar ações cotadas na LSE, Deutsche Börse, Euronext e OMX, a Chi-X conquistou rapidamente a participação de mercado e hoje é a maior plataforma de negociação de ações da Europa, com cerca de 40% da negociação apenas no Índice FTSE 100.[10] Em novembro de 2011, a Chi-X Europe foi adquirida pelo seu equivalente norte-americano e concorrente, a BATS Global Markets dos Estados Unidos. A marca Chi-X continua se expandindo globalmente e foi lançada na Austrália no final de 2011.

Estas plataformas externas de negociação não concorrem com listagens novas ou IPOs das bolsas. Simplesmente oferecem aos investidores acesso mais barato de negociação com empresas listadas nas principais bolsas de valores reguladas do mundo. Com efeito, os reguladores criaram uma situação de 'parasitismo' no mercado em que as plataformas externas de negociação estão se beneficiando com a listagem e serviços de bolsas reguladas, mas sem arcar com seus custos. A revista *Focus* da WFE (2011) argumentou que o aumento da concorrência era um fator-chave nesse processo, introduzindo uma "nova realidade de valor" para as bolsas, em que os serviços de listagem e regulatórios estavam "sendo desvalorizados".

Os serviços tradicionais de listagem e regulatórios das bolsas são de grande valor para os participantes do mercado de capitais e da economia como um todo. Ainda assim, estes serviços não são devidamente valorizados como um bem público por usuários ou reguladores de mercado. O resultado é que as bolsas continuam a lutar para rentabilizar este valor.[11]

Isto é significativo, visto que serviços de listagem e regulatórios são funções inerentes a várias iniciativas de sustentabilidade de bolsas de valores. Uma vez que a maioria das bolsas são entidades com fins lucrativos, elas devem encontrar uma alternativa – conforme sugere o artigo da WFE –
para "rentabilizar seu valor" antes de atuarem nesta área (presumindo que é da competência da bolsa realizar mudanças).

Business case para a sustentabilidade

Há exemplos de bolsas que estão claramente "rentabilizando o valor" de ações de sustentabilidade. A **BM&FBOVESPA** no Brasil e a Bolsa de Valores de Johannesburgo na África do Sul são duas bolsas renomadas mundialmente por sua inovação e pioneirismo no campo da sustentabilidade. Ambas as bolsas fizeram um *business case* de suas iniciativas de sustentabilidade. Como é comum em muitos mercados emergentes, os padrões de governança socioambiental e especialmente de governança corporativa eram percebidos como defasados em relação aos padrões internacionais, reduzindo a atratividade do mercado para os investidores.

Nas duas bolsas, o objetivo era desmitificar o estereótipo de mercados emergentes e colocar o seu mercado em uma posição de destaque em nível global. Na África do Sul, o excelente desempenho de sustentabilidade da Bolsa de Valores de Johanesburgo e suas empresas foi consequência do estímulo, em nível nacional, por mudança positiva orientada pela elaboração de três relatórios King de governança corporativa consecutivos, por decreto governamental. No Brasil, a **BM&FBOVESPA** criou mecanismos para elevar o padrão de governança corporativa em suas empresas listadas, acima do limite exigido pela legislação nacional. Entre as ações adotadas está o aclamado Novo Mercado, que é uma listagem privilegiada de empresas que se comprometem com a adoção das melhores práticas de governança corporativa. Esta abordagem de

‘dualismo regulatório’, ainda que trabalhosa, consumindo tempo e recursos da equipe de gestão da bolsa, pode ser uma solução alternativa para outros mercados emergentes que estão lutando para competir.

Várias bolsas vêm experimentando o 'valor não monetário' em iniciativas de sustentabilidade, sem intenção clara de lucro. Yeo Lian Sim, diretora de regulação da Bolsa de Cingapura (SGX), declarou na entrevista para este relatório que a SGX foi incentivada a desenvolver um Manual de Relatório de Sustentabilidade, pois o relato de sustentabilidade era compatível com o critério de divulgação da bolsa e relevante ao público investidor. Não houve nenhum incentivo financeiro direto para a iniciativa de sustentabilidade da SGX.

Como plataforma para as iniciativas de sustentabilidade com capacidade para alcançar um vasto número de empresas em um único movimento, a bolsas têm grande potencial. No entanto, a bolsas com fins lucrativos devem ter um incentivo extra para atuar em questões de sustentabilidade. Como ocorre com as falhas de mercado em geral, quando não há benefício monetário direto, o estímulo deverá ser regulatório.

III. RELATÓRIO DE PROGRESSO

Bolsa	País em que realiza negócios	Número de empresas listadas (Jan. 2012, WFE)	Capitalização de Mercado Nov. 2011 (USD, Nov. 2011, WFE)	Tipo de empresa	Ano de desmutualização	Listada em sua própria bolsa?	Órgão regulatório
Australian Securities Exchange	Austrália	2.078	1303.81 +	Empresa listada com fins lucrativos	1998	S	Australian Securities and Investments Commission
BM&FBOVESPA	Brasil	372	1393.77	Empresa listada com fins lucrativos	2008	S	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
BME Spanish Exchanges	Espanha	3.263	1096.2	Empresa listada com fins lucrativos	2001	S (Bolsa de Madrid)	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Bolsa de Santiago	Chile	266	290.37	Empresa listada com fins lucrativos	-	S	Superintendencia de Valores y Seguros
Bolsa Mexicana de Valores	México	476	441.41	Empresa listada com fins lucrativos	2008	S	Comision Nacional Bancaria y de Valores
Bombay Stock Exchange	Índia	5.115	1225.47	Desmutualizada com fins lucrativos	2007	N	Securities and Exchange Board of India (SEBI)
Bursa Malaysia	Malásia	937	431.09	Empresa listada com fins lucrativos	2004	S	Securities Commission; Labuan Offshore Financial Services Authority
AG	Alemanha	742	1303.59	Empresa listada com fins lucrativos	2000	S	European Securities and Markets Authority; Federal Financial Supervisory Authority; State Exchange Supervisory

							Authority; Trading Surveillance Office
Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong	1.506	2480.18	Empresa listada com fins lucrativos	2000	S	Securities and Futures Commission
Indonesia Stock Exchange	Indonésia	442	407.71	Empresa listada com fins lucrativos	-	N	Indonesian Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency
Istanbul Stock Exchange	Turquia	264	232.69	Governamental sem fins lucrativos	Indisponível	N	Capital Markets Board of Turkey
Johannesburg Stock Exchange	África do Sul	392	852.28	Empresa listada com fins lucrativos	2005	S	Autoregulatória; Supervisionada pelo Conselho de Serviços Financeiros
Korea Exchange	Coreia	1.816	1091.5+	Desmutualizada com fins lucrativos	-	N	Comissão de Serviços Financeiros; Serviço de Supervisão Financeira
London Stock Exchange Group	Reino Unido, Itália	2.864	3397.13 +	Empresa listada com fins lucrativos	Londres 2000; Itália1997	S (LSE)	Financial Services Authority, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Moscow Interbank Currency Exchange	Rússia	284	770.61	Governamental, sem fins lucrativos	-	N	Federal Financial Markets Service of Russia

Quem deve implementar mecanismos de sustentabilidade? (na visão da bolsa)#	A bolsa realiza sua própria divulgação de Informações sociais, ambientais e de governança corporativa?	A bolsa é signatária do PRI?	A bolsa lançou índices relacionados à Sustentabilidade?	A bolsa oferece orientação de sustentabilidade para empresas listadas?	A bolsa apoia a negociação ou desenvolvimento de mercados de carbono?	Propriedade da bolsa (conforme informação de domínio público - com participação acima de 4%)
Lei das sociedades ou órgão regulador	N	N	N	N	S	Perpetual Ltd 7.31%, National Australia Bank LT 4.99%, Commonwealth Bank of Australia 4.93%
Ambos	GRI	S	S	S	S	Blackrock Inc 5.30%, Oppenheimerfunds Incoporated 5.20%, Lone Pine Capital Llc 5.08%, Vanguard Group Inc 4.72%
-	S	N	S	-	-	Banco de Espana 5.34%, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria 5.09%, Caixabank 5.01%
Lei das sociedades ou órgão regulador	N	N	N	N	N	-
*	N	N	S	*	N	Maior proprietário identificado: Capital Research Global Investidor 2.40%,
*	N	N	S	*	N	-
Bolsa	S	N	N; Planejamento	S	N	Capital Market Dvlp Fund 18.77%, Minister of Finance Inc 16.22%
Lei das sociedades ou órgão regulador	GRI	N	S	S	S	Deutsche Boerse Ag 5.09%, Blackrock Investment Management 5.01%
Ambos	GRI	N	N	S	N	Hong Kong SAR 5.83%, JP Morgan Chase &

						Co 4.89%
-	N	N	S	-	-	Government Emp Pension Fd 13.36%, Skagen Funds 7.44%, Fidelity Management & Research 6.05%, Capital Research Global Investor 5.46%, Liberty Life Assoc Africa 5.10%, Thembeka Market Hldgs 4.06%
Ambos	S	S	N; Planejamento	N	-	Indisponível – Governamental
Ambos	S	S	S	S	N	-
Ambos	S	N	S	S	N	-
Lei das sociedades ou órgão regulador	S	N	S	N	N	Borse Dubai Ltd 20.64%, Qatar Investment Authority 15.01%, Unicredit Spa 6.00%, Intesa Sanpaolo Spa 5.63%, Fidelity Investments Ltd 5.54%, Legal & General Group 4.99%
-	N	N	N	-	-	WFE (dados de 2009 data) Central Bank of Russian Federation 29.79%, UniCredit Bank 12.74%, Bank of Development and Foreign Trade 11.81%, VTB Bank 7.62%, Commercial Savings Bank of the Russian Federation (Sberbank) 7.54%, Rosbank 4.95%, CentroCredit 4.28%

Bolsa	País em que realiza negócios	Número de empresas listadas (Jan. 2012, WFE)	Capitalização de Mercado Nov. 2011 (USD, Nov. 2011, WFE)	Tipo de empresa	Ano de desmutualização	Listada em sua própria bolsa?	Órgão regulatório
NYSE Euronext	Estados Unidos, França, Portugal, Bélgica, Países Baixos, Reino Unido	3.418	15187.61	Empresa listada com fins lucrativos	NYSE Março 2006; Euronext 2000	S	Securities and Exchange Commission Paris - Autorité Des Marchés Financiers Lisbon - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários Brussels - Banking and Finance Commission and Euronext Brussels Market Authority Amsterdam - Securities Board of the Netherlands, The Netherlands Authority for the Financial Markets UK - Financial Services Authority
Nasdaq OMX	Estados Unidos, Dinamarca, Finlândia, Suécia e Islândia	3.440	5057.58	Empresa listada com fins lucrativos	Nasdaq 2001, OMX Group 1993	S (Nasdaq)	Securities & Exchange Commission Iceland - Fjármálaeftirlitið (FME) or Financial Supervisory Authority Finland - Financial Supervision Authority (FSA) Sweden - Finansinspektionen (FSA) Denmark - Finanstilsynet (FSA)
National Stock Exchange of India	India	1.641	1200.74	Desmutualizada com fins lucrativos	2007	N	Securities and Exchange Board of India (SEBI)
Philippine Stock Exchange	Filipinas	253	175.89	Empresa listada com fins lucrativos	2001	S	Securities and Exchange Commission

Saudi Stock Exchange - Tadawul	Arábia Saudita	150	347.49	Governamental sem fins lucrativos	-	N	Capital Market Authority
Shanghai Stock Exchange	China	932	2457.33	Sociedade sem fins lucrativos	-	N	China Securities Regulatory Commission
Shenzhen Stock Exchange	China	1.420	1044.6	Sociedade sem fins lucrativos	-	N	China Securities Regulatory Commission
Singapore Exchange	Cingapura	772	665.73	Empresa listada com fins lucrativos	1999	S	Monetary Authority of Singapore
SIX Swiss Exchange	Suíça	280	1122.74	Empresa privada com fins lucrativos	2002	N	Swiss Financial Market Supervisory Authority
The Stock Exchange of Thailand	Tailândia	545	289.75	Governamental sem fins lucrativos	N. Há indícios de que o SET iniciará processo de liberalização total com comissões negociáveis no próximo ano.	N	Securities and Exchange Commission
Tokyo Stock Exchange	Japão	2.288	3468.88	Desmutualizada com fins lucrativos	2001	N	Financial Services Agency; Securities and Exchange Surveillance Commission
Toronto Stock Exchange	Canadá	3.947	2014.47	Empresa listada com fins lucrativos	2000	S	Ontario Securities Commission

Quem deve implementar mecanismos de sustentabilidade? (na visão da bolsa)#	A bolsa realiza sua própria divulgação de Informações sociais, ambientais e de governança corporativa?	A bolsa é signatária do PRI?	A bolsa lançou índices relacionados à Sustentabilidade?	A bolsa oferece orientação de sustentabilidade para empresas listadas?	A bolsa apoia a negociação ou desenvolvimento de mercados de carbono?	Propriedade da bolsa (conforme informação de domínio público - com participação acima de 4%)
-	GRI	N	S	-	-	T Rowe Price Associates 7.35%, Vanguard Group Inc 5.20%
-	N	N	S	-	-	Borse Dubai Ltd 16.81%, Investor Ab 10.70%, Wellington Management Co Llp 4.41%, Vanguard Group Inc 4.30%
Ambos	N	N	S	N	N	-
Ambos	N	N	N; Planejamento	N	N	San Miguel Corp Retirement 10.32%, The First Resources Mgmt 10.10%
-	N	N	N	-	-	NA - Governmental
Ambos	S	N	S	S	N	-
*	S	N	*	*	N	-
Bolsa	S	N	N; Planejamento	S	N	Sel Holdings Pte Ltd 23.33%, Tokyo Stock Exchange Inc 4.99%
-	S	N	N; Em estudo	N	N	-
Lei das sociedades ou órgão regulador	S	N	N; Planejamento	S	N	NA – Governmental
Ambos	N	N	S	N	N; Planejamento	Morgan Stanley Mufg Securities 4.35%
Ambos	N	N	S	S	S	CI Investments Inc 4.14%

Legenda	
Falta de informações divulgadas publicamente ou Sem resposta	-
Resposta particular	*
Valores de capitalização de mercado de janeiro 2012, WFE	+
Refere-se à Questão 8 da Pesquisa	#

O presente estudo foi finalizado mesclando informações divulgadas publicamente, respostas da pesquisa e a partir de nossas próprias conclusões à época da pesquisa (fevereiro de 2012). Embora o objetivo seja o de realizar uma pesquisa abrangente, o quadro acima pode não refletir todas as estruturas e iniciativas de sustentabilidade que as bolsas adotam internamente ou contemplam. A informação a respeito da propriedade das bolsas foi acessada do site da Bloomberg em janeiro de 2012.

Metodologia e abrangência da pesquisa

Vinte e sete bolsas foram pesquisadas. Uma bolsa pode referir-se a uma empresa holding de uma ou várias bolsas ou a uma única bolsa. A abrangência da pesquisa é quase similar a do relatório de 2010, embora a NASDAQ OMX Group, a NYSE Euronext e o Grupo Bolsa de Valores de Londres são considerados uma única entidade de bolsa para efeito da presente pesquisa. Esta é a forma como escolheram responder à pesquisa (a NYSE Euronext não respondeu). Os questionários das pesquisas foram respondidos por executivos com diferentes funções nas bolsas, variando de secretário (ASX) e executivos da Divisão de Listagem (NSE, BSE e HK Ex) a funções específicas de SRI e Índice de Sustentabilidade (JSE) ou de Sustentabilidade/Responsabilidade Corporativa (Deutsche Börse, BM&FBOVESPA). Os respondentes puderam optar por responder às perguntas em particular. O índice de resposta da pesquisa em 2012 foi 21 das 27 (ou 78%) bolsas contatadas contra 16 de 30 (ou 53%) de bolsas contatadas em 2010. O NASDAQ OMX Group não respondeu ao questionário de pesquisa e não foi contabilizado entre os 21 entrevistados, mas forneceu uma resposta detalhada cobrindo vários aspectos do questionário.

LISTA DAS 27 BOLSAS DE VALORES PESQUISADAS

TMX Group (Toronto Stock Exchange)
NYSE Euronext
Nasdaq OMX
Bolsa Mexicana de Valores
Moscow Interbank Currency Exchange
London Stock Exchange Group
Deutsche Börse AG
SIX Swiss Exchange
BME Spanish Exchanges
Istanbul Stock Exchange
Saudi Stock Exchange - Tadawul
BM&FBOVESPA
Bolsa de Santiago
Saudi Stock Exchange – Tadawul
Johannesburg Stock Exchange
Tokyo Stock Exchange
Korea Exchange
Shanghai Stock Exchange
Shenzhen Stock Exchange
Hong Kong Exchanges and Clearing
Stock Exchange of Thailand
Philippine Stock Exchange
Bursa Malaysia
Singapore Stock Exchange
Bombay Stock Exchange
National Stock Exchange of India
Indonesia Stock Exchange
Australian Securities Exchange

Índice de resposta da pesquisa	No. de empresas listadas	Capitalização de mercado emp. listadas (US$ bilhões)
Respondentes	28.906 (72%)	26.833 (54%)
Não respondentes	7.557 (19%)	17.810 (36%)
Respondentes parciais	3.440 (9%)	5.058 (10%)
Total	39.903	49.751

Definições e notas

Os termos Sustentabilidade e ESG – social, ambiental e governança corporativa foram usados de maneira alternada para efeitos da pesquisa e do relatório. Dentro da indústria do Investimento Responsável, os termos 'ESG' e 'Sustentabilidade' adquiriram suas próprias interpretações e conotações. No entanto, dadas as diferenças no uso desses termos e a maior prevalência de um sobre o outro em certos mercados, empresas e bolsas, a utilização de maneira alternada foi inevitável. Para evitar confusão, as bolsas pesquisadas foram informadas que os termos Sustentabilidade/ESG sugeriam mais do que puramente aspectos de governança corporativa.

Os entrevistados não eram obrigados a fornecer comprovação para nenhuma de suas respostas. Em alguns casos, se uma resposta era considerada ambígua, o respondente era contatado para esclarecimento.

O número de respondentes citado no relatório refere-se ao número de respondentes a uma questão em particular. Este número pode ser menor ou igual ao total dos respondentes da pesquisa, visto que algumas bolsas optaram por não responder certas perguntas.

A. MELHORIA DA DIVULGAÇÃO DE DADOS DE ESG

Em alguns mercados, as bolsas deram os primeiros passos no sentido de incentivar as empresas listadas a divulgar Informações sociais, ambientais e de governança corporativa (ESG), emitindo documentos ou circulares contendo orientações. Os documentos de suporte à divulgação voluntária de informações de ESG normalmente são acompanhados por consultas de mercado, conforme procedimento observado na HKEx e SGX. Tais orientações podem centrar-se sobre temas ou setores específicos que estão mais expostos a riscos socioambientais em um dado mercado, ou estimulam a divulgação de dados de ESG como promoção das melhores práticas.

Nos estágios iniciais, estas orientações são definidas como diretrizes voluntárias que podem evoluir para alguma forma de "cumprir ou explicar" ou regime obrigatório. Por exemplo, o Manual de Relatórios de Sustentabilidade da SGX, lançado em 2011, afirma que "o relato de Sustentabilidade não é um requisito obrigatório para as empresas inseridas no Manual de Listagem. Como em muitos outros países, em Cingapura este também é um exercício voluntário... seria concebível no futuro haver relatos obrigatórios por meio de normas e regras."[12] A HKEx é outra bolsa que lançou um documento de consulta que exorta a divulgação voluntária de informações de ESG, mas conforme explicado na entrevista com Michael Cheng, coordenador da Política de Listagem dos Serviços de Secretariado & Departamento de Suporte da HKEx, a divulgação poderá evoluir no futuro para o regime de "cumprir ou explicar", caso os participantes de mercado estejam prontos. A NASDAQ OMX considera que, na Europa, a evolução das diretrizes para relatórios de sustentabilidade irá provavelmente imitar os Códigos de Governança Corporativa existentes nesses mercados.

Em novembro de 2011, a Securities and Exchange Bureau de India (SEBI) orientou as suas 100 maiores empresas listadas a divulgar dados de ESG, conforme as Diretrizes Voluntárias Nacionais de Responsabilidade Socioambiental e Econômica de Negócios do Ministério de Assuntos Corporativos (MCA).[13,14] Estas diretrizes foram concluídas após consultas extensas aos stakeholders e são compostas por nove princípios "aplicar ou explicar". Vale ressaltar que as bolsas de valores não são os norteadores principais destas iniciativas no âmbito do mercado, pois tais requisitos não são geralmente de sua competência.

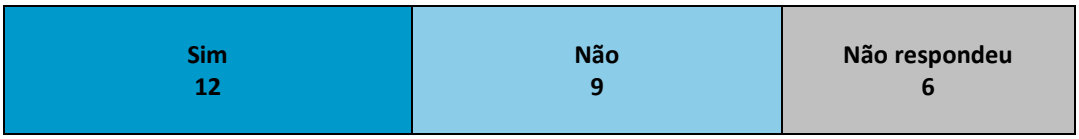
Já a JSE, **BM&FBOVESPA** e Bursa Malaysia estão mais avançadas nos procedimentos de relato e possuem programas ativos e estabelecidos de divulgação de dados de ESG. A JSE foi a primeira bolsa do mundo a exigir relatórios integrados de suas empresas listadas, com base no princípio "aplicar ou explicar", em 2010. Após realizar extensas consultas ao mercado, a **BM&FBOVESPA** anunciou em dezembro de 2011 a adoção de um relatório de sustentabilidade do tipo "aplicar ou explicar" ou relatórios semelhantes publicados por empresas listadas. Caso as empresas listadas deixem de publicar relatórios de sustentabilidade regularmente, elas são convidadas a explicar porque não o fazem. Desde 2007, a Bursa Malaysia solicita a empresas listadas que divulguem suas atividades de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e, se não houver atividades nessa área, as empresas deverão emitir uma declaração.

Entrevistas com executivos da **BM&FBOVESPA**, da JSE e as observações a partir de declarações públicas feitas pelo Diretor Chefe Regulatório (CRO) da Bursa Malaysia durante o Diálogo Global Bolsas de Valores Sustentáveis 2010 em Xiamen, China, revelam que a velocidade com que estes requisitos de relato de sustentabilidade acontecem irá depender do retorno de mercado. As entrevistas também revelam que as bolsas, no momento, são a favor de uma combinação de relato voluntário com o modelo "relatar ou explicar".[15] Em cenários que envolvem um grau maior de divulgação obrigatória, Corli le Roux, chefe do Índice SRI e de Sustentabilidade da Bolsa de Valores de Johanesburgo, acredita que a bolsa ou autoridade de listagem "deveriam assegurar a clareza, no âmbito da bolsa, de que as questões em que a divulgação for

obrigatória sejam essenciais para melhorar a transparência exigida por investidores, com o intuito de informar avaliações e estimular um maior envolvimento."

A MAIORIA DOS RESPONDENTES OFERECE ORIENTAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE AOS EMITENTES

Q1 A bolsa já ofereceu qualquer orientação aos emitentes sobre iniciativas de geração de relatórios de sustentabilidade global ou sobre a relevância das questões de sustentabilidade para incentivar uma melhor divulgação de dados de ESG?



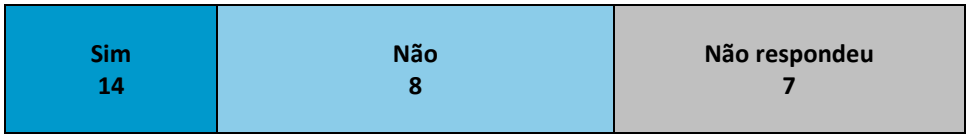
As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Mais da metade dos respondentes (12 de 21 bolsas) em 2012 indicou que sua(s) bolsa(s) já havia(m) fornecido orientação aos emitentes sobre iniciativas de geração de relatórios de sustentabilidade global ou sobre a relevância das questões de sustentabilidade para incentivar uma melhor divulgação de dados de ESG. Este número representa um aumento em relação à pesquisa de 2010, em que menos de metade dos respondentes (6 de 16 bolsas) indicou que sua(s) bolsa(s) havia(m) fornecido orientação de sustentabilidade para as empresas listadas. (a pergunta de 2010 era mais abrangente, mas gerou um menor número de respostas).

A MAIORIA DOS RESPONDENTES INCENTIVA A DIVULGAÇÃO DE QUESTÕES DE SUSTENTABILIDADE

Q2. Os emitentes na sua bolsa são incentivados/obrigados a divulgar dados de sustentabilidade? (Esta questão inclui, mas não está limitada a, relatórios de sustentabilidade, relatórios integrados e requisitos mínimos de relatório de certos setores, divulgação de emissões de carbono. Esta questão não inclui exigências de relatórios de Governança Corporativa desprovidos de conteúdo socioambiental).



As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Mais de dois terços dos respondentes (14 de 20 bolsas) indicaram haver incentivado ou exigido dos emitentes a divulgação de dados de sustentabilidade. A natureza dessas divulgações variou da emissão de relatórios de sustentabilidade e relatórios integrados a exigências mínimas de relatórios de ESG por setor.

NENHUM RESPONDENTE FIXOU METAS RELACIONADAS À DIVULGAÇÃO DE DADOS DE MUDANÇA CLIMÁTICA PELOS EMITENTES

Q3. A sua bolsa definiu metas para o número/porcentagem de emitentes que estão positivamente envolvidos com a mudança climática, seja por metas estabelecidas de redução ou por divulgação de dados detalhados sobre as emissões?

Não	Não respondeu
20	7

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Esta é uma nova pergunta incluída na pesquisa de 2012. A definição de metas por empresas listadas, relativas ao desempenho de ESG, é parte das boas práticas de divulgação. Consequentemente, para as bolsas, um indicador-chave de desempenho, tal como o indicador incluído na pergunta, relaciona-se ao impacto de sustentabilidade mais importante (incentivar a divulgação de questões climáticas) e não simplesmente a fatores tais como emissões internas (embora também esses fatores sejam necessários para servir de exemplo para as empresas emitentes). O exemplo da mudança climática foi utilizado, já que é a questão mais desenvolvida de ESG em termos de divulgação ambiental.

Nenhum respondente parece ter esse tipo de meta estabelecida, o que talvez seja o motivo pelo qual até mesmo os mercados relativamente mais avançados se encontrem nos estágios inicias de consulta ou orientação e as próximas etapas estão sendo avaliadas. A definição dessas metas, no entanto, seria um grande avanço.

Divulgação de dados de ESG na fase de IPO

O IPO é uma fase crítica do alinhamento estratégico para empresas em crescimento. É o momento em que os emitentes devem disponibilizar uma vasta gama de informações financeiras e não-financeiras ao público pela primeira vez. A SGX, por exemplo, não tem requisitos específicos de sustentabilidade relativos à listagem inicial. Contudo, o Manual de Relatórios de Sustentabilidade da SGX afirma que "na listagem inicial, a divulgação de relatórios de sustentabilidade oferece uma melhor compreensão da empresa. Juntamente com a divulgação de dados sobre governança, desempenho financeiro, riscos e perspectivas futuras, a divulgação de relatórios de sustentabilidade dá aos investidores uma visão abrangente do desempenho da empresa."[16]
Embora este possa ser o momento certo para acostumar as empresas a realizarem divulgações extras de dados de ESG relevantes, pode também haver preocupação por parte das bolsas sobre o grande número de executivos com exigências de divulgação no momento em que estão ocupados com as demandas de due diligence e a elaboração de outros relatórios. Algumas bolsas expressaram preocupação, em particular, que exigências muito rígidas de divulgação para listagens novas e/ou existentes iria colocá-las em desvantagem competitiva. Em alguns casos, as empresas têm se queixado que os investidores raramente leem a divulgação de dados de ESG detalhados, frequentemente encontrados em volumosos documentos. No entanto, um número maior de respondentes da pesquisa indicou que a exigência de parâmetros de divulgação, por demanda de mercado, não tem necessariamente um impacto na competitividade das bolsas.

OS RESPONDENTES TÊM OPINIÕES DIVERGENTES SOBRE A DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE DADOS DE SUSTENTABILIDADE NA FASE DE IPO

Q4. A sua bolsa implementou outras iniciativas de divulgação, como a obrigatoriedade dos emitentes de divulgar dados relevantes de sustentabilidade em prospectos de IPO?

Implementou 4	Considera / Consideraria implementação 7	Não considera 8	Não respondeu 8

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Mais da metade dos respondentes (11 de 19 bolsas) indicou que havia implementado tais iniciativas ou considera/consideraria sua implementação. Alguns respondentes indicaram que, no momento, a exigência de divulgação de dados socioambientais para prospectos de IPO aplica-se exclusivamente a certos sectores. A HKEx revelou que "suas Regras de Listagem exigem que empresas de mineração divulguem dados relevantes de sustentabilidade nos prospectos de IPO."

B. COMPARABILIDADE E CONSISTÊNCIA

A maioria das grandes bolsas globais adotou ou considera adotar algum tipo de iniciativa que vise incentivar a divulgação de dados de sustentabilidade. Esse movimento ajuda a atender à demanda dos investidores, integrando plenamente os fatores de ESG às decisões de investimento.

Os padrões de relatórios financeiros são comparáveis nos mercados mundiais, impulsionados por investidores com portfólios globais e empresas multinacionais que buscam um sistema uniforme de contabilidade e relato. No caso da divulgação de dados de sustentabilidade, há uma demanda de comparabilidade semelhante aos relatórios financeiros.

Embora as respostas da pesquisa indiquem que um grande número de bolsas seja a favor de uma abordagem global para a publicação de relatórios consistentes e relevantes de sustentabilidade corporativa, outros manifestaram preocupações válidas, principalmente quanto ao que é considerado relevante em diferentes contextos locais. Por exemplo, na África do Sul, os principais fatores de sustentabilidade de relevância nacional tendem a concentrar-se mais sobre as questões sociais e trabalhistas, tais como o projeto Black Economic Empowerment ("Empoderamento Econômico da População Negra"). Por outro lado, investidores institucionais internacionais, em geral, ainda dão mais atenção às questões ambientais. A GRI, o UNCTAD-ISAR, o IIRC e outras instituições estão envidando esforços para atenuar essas preocupações, oferecendo orientação que facilite a divulgação consistente e permita flexibilidade contextual.

Ao desenvolver suas próprias diretrizes para a divulgação de relatórios, as bolsas devem construir parâmetros de forma a permitir a comparabilidade global e evitar trabalhar isoladamente. As bolsas e outras instituições de mercado devem considerar a adoção de normas minimamente comuns para a divulgação de questões universalmente importantes, bem como o desenvolvimento consistente de diretrizes, adaptadas às nuances locais para atender aos contextos de mercado em que suas empresas listadas operam. As discussões que o PRI e o Ceres desenvolvem com as bolsas têm centrado nas expectativas de divulgação de dados de ESG em mercados de capital mais amplos. As discussões também levaram em consideram o desafio de fazer com que as empresas divulguem dados comparáveis que sejam relevantes para o setor

como um todo. Alguns grupos de investidores solicitaram às diretorias das empresas que adotem as orientações existentes (incluindo GRI, UNGC, IIRC) e identificaram o que é relevante para si. No entanto, algumas bolsas apontaram que a definição de métricas específicas ou indicadores-chave de desempenho fornecidos por investidores e que podem ser aplicados a empresas listadas, ajudaria as bolsas a oferecer orientação mais clara e úteis aos emitentes.

A MAIORIA DOS RESPONDENTES APOIA ABORDAGEM GLOBAL DE DIVULGAÇÃO DE RELATÓRIOS DE ESG

Q5. O Sr. apoia uma abordagem global de divulgação de relatórios consistentes e relevantes de sustentabilidade corporativa?

Sim	Não	Não respondeu
16	4	7

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

A maioria dos respondentes desta pergunta indicou que apoiaria uma abordagem global de divulgação de relatórios consistentes e relevantes de sustentabilidade corporativa. Os entrevistados que responderam afirmativamente eram tanto de países emergentes, quanto de mercados desenvolvidos. O resultado pode apontar para a necessidade de uma orientação comum mínima de divulgação. Esta opinião também é compartilhada por vários grupos de investidores, particularmente os que investem em mercados. No entanto, o benefício da comparabilidade ao desenhar estruturas globais em relatórios de sustentabilidade deve ser ponderado em relação à necessidade de flexibilidade no contexto local. Em resposta a esta pergunta, a JSE afirmou que, "devemos ser cautelosos ao padronizar os relatórios em detrimento da relevância dos dados, que em alguns casos, necessitam ser considerados em nível local. O trabalho da Iniciativa de Relatórios Globais (GRI) e da Comissão Internacional de Relatórios Integrados (IIRC) tem contribuído e deve continuar a contribuir para a promoção de relatórios consistentes de questões relevantes de sustentabilidade em nível internacional, permitindo a customização em circunstâncias locais que possa ser importante para a empresa."

A MAIORIA DOS RESPONDENTES APOIA UMA NORMA GOVERNAMENTAL SOBRE RELATÓRIOS DE SUSTENTABILIDADE

Q6. O Sr. apoiaria uma norma governamental de divulgação de relatórios de sustentabilidade corporativa obrigando os Conselhos das empresas a:
a. Considerar questões de sustentabilidade em discussões sobre estratégias;
b. Integrar as questões de sustentabilidade que considerem relevantes em seus relatórios anuais;
c. Explicar porque não cumpriram com a norma, se for o caso.

Sim	Não	Não respondeu
12	4	11

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Três quartos dos respondentes (12 de 16 bolsas) a esta pergunta foram a favor de uma norma governamental de divulgação de relatórios de sustentabilidade corporativa, obrigando os Conselhos das empresas a: (a) considerar questões de sustentabilidade em discussões sobre estratégias; (b) integrar as questões de sustentabilidade que considerem relevantes em seus relatórios anuais; e, (c) explicar porque não cumpriram com a norma, se for o caso. Os entrevistados que responderam afirmativamente eram tanto de países emergentes, quanto de mercados desenvolvidos.

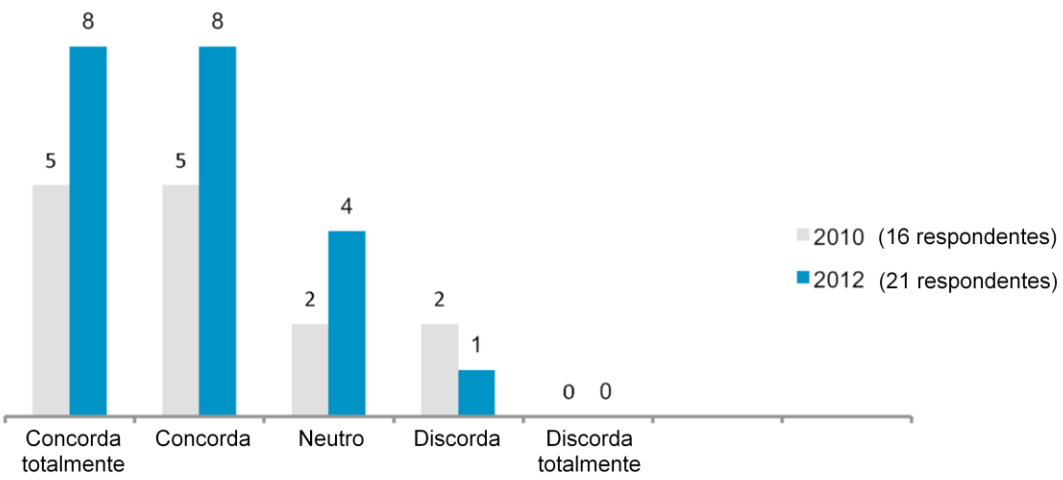
C. PRESTAÇÃO DE CONTAS E RESPONSABILIDADE

As bolsas de valores desempenham um papel influente na dinâmica do mercado e têm a capacidade de conduzir a agenda de sustentabilidade entre empresas listadas, sendo que as bolsas já estabeleceram inúmeras iniciativas de sustentabilidade. No entanto, atividades de bolsa estão normalmente sujeitas a significativa ação regulatória. Por conseguinte, os investidores e bolsas de valores deverão continuar a dialogar com os reguladores sobre as melhores formas de propiciar mercados de capitais sustentáveis.

AS BOLSAS DE VALORES TÊM A RESPONSABILIDADE DE ESTIMULAR A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

Q7. Até que ponto o Sr. concorda com a seguinte afirmativa?

"As bolsas de valores têm a responsabilidade de estimular maior responsabilidade corporativa em questões de sustentabilidade"



Obs.: Dois dos 16 entrevistados não responderam a esta pergunta em 2010.

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Os respondentes à pesquisa de 2012, em sua grande maioria (16 das 21 bolsas), apoiam a ideia de que as bolsas de valores têm a responsabilidade de estimular maior responsabilidade corporativa em questões de sustentabilidade. Apenas uma das 21 bolsas discordou, enquanto três foram neutras. A resposta positiva não só reafirma, mas também excede, o nível de afirmativas recebido para a mesma pergunta em 2010.

A MAIORIA DOS RESPONDENTES SENTE QUE AS OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS DEVEM SER COMPARTILHADAS

Q8. A sua bolsa acredita que as seguintes responsabilidades sejam da competência/âmbito das bolsas ou devem ser atribuições do regulador ou lei societária?

• Orientação sobre relatórios de sustentabilidade;

• Implementação de requisitos de listagem, com o intuito de obrigar as empresas a relatar questões socioambientais, incluída no plano de pagamento de incentivos do Conselho/ Diretoria;

• Implementação de requisitos de listagem com o intuito de obrigar as empresas a submeter sua estratégia de sustentabilidade ou relatório de sustentabilidade para a aprovação de uma Assembleia Geral Anual não vinculativa, estabelecendo a política de incentivar acionistas a informar sobre a qualidade dos relatórios de sustentabilidade das empresas.

A. Bolsa 2	B. Lei Societária ou Reguladores 7	Ambos (A+B) 11	Não respondeu 7

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Apenas dois dos 20 entrevistados consideram que a implementação de mecanismos para promover a divulgação de relatórios e prestação de contas de sustentabilidade é exclusivamente seu dever/competência.

Cerca de um terço dos respondentes considerou que a implantação de mecanismos para promover a divulgação de relatórios e prestação de contas de sustentabilidade e responsabilidade é exclusivamente dever/competência das leis societárias ou reguladores do mercado.

Mais de metade dos respondentes considerou que a responsabilidade de implementar mecanismos para promover a divulgação e prestação de contas de sustentabilidade é da bolsa, do regulador e da lei societária em conjunto.

A resposta a esta pergunta indica que há uma grande necessidade por parte dos investidores e outros stakeholders em se envolverem com os reguladores de mercado e formuladores de políticas na elaboração de roteiros com alavancas políticas para adoção progressiva de relatórios e prestação de contas de sustentabilidade em seus mercados.

Prestação de contas de dados de governança socioambiental

A aplicação e responsabilidade de divulgação de dados e desempenho de ESG requer algumas considerações. É imperativo que, quando uma bolsa ou o mercado adota medidas no sentido de uma melhor divulgação de ESG, vários mecanismos para responsabilizar as empresas por suas divulgações sejam criados simultaneamente. Além disso, as empresas devem não apenas informar os stakeholders sobre as políticas e desempenho de ESG, mas também ganhar credibilidade relatando como os aspectos de ESG estão integrados ao plano de pagamento de incentivos do Conselho/Diretoria das empresas.

A mídia tem um papel vital a desempenhar no monitoramento da responsabilidade corporativa e, na maioria

dos casos, este papel é plenamente cumprido. Hoje, a imprensa não tarda a veicular histórias de fracassos corporativos em questões de direitos humanos e degradação ambiental. Os investidores também estão se tornando mais conscientes de sua responsabilidade e buscam sensibilizar a gestão das empresas de sua propriedade para essas questões. Além do mais, os investidores estão cada vez mais usando seu direito de voto em Assembleias Gerais Anuais, pressionando para obter informações sobre divulgação e estratégias de sustentabilidade.

Embora os acionistas, a mídia e outros stakeholders tenham um papel natural para garantir a responsabilidade socioambiental, à medida que a divulgações de ESG se tornem mais comuns, o papel da bolsa e do órgão regulatório não deve ser esquecido. Bolsas e reguladores têm a competência adicional de fiscalizar se as divulgações são feitas e se estão em conformidade com as normas exigidas. Corli le Roux, chefe do Índice SRI e de Sustentabilidade da Bolsa de Valores de Johanesburgo, destacou na entrevista para este relatório que a competência adicional não deve ser usado como desculpa para bolsas não buscarem os requisitos de divulgação de dados de ESG. Na verdade, a dirigente afirmou que as bolsas podem facilitar o engajamento, aproximando emitentes e investidores.

A criação de mecanismos para os investidores comentarem sobre a divulgação e/ou desempenho de dados de ESG, na realidade, é um ônus a mais para os investidores de controlar essas divulgações.

OS RESPONDENTES TIVERAM OPINIÕES DIVERGENTES SOBRE A CRIAÇÃO DE POLÍTICAS PARA FEEDBACK DE ACIONISTAS

Q9. A sua bolsa considera estabelecer uma política de estímulo aos acionistas para comentarem sobre a qualidade dos relatórios de sustentabilidade corporativa divulgados pelos emitentes?

Sim	**Não**	Não respondeu
9	**12**	6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Em 2010, menos de um terço dos respondentes indicou que consideraria adotar políticas que permitissem aos acionistas comentar sobre a qualidade dos relatórios de sustentabilidade. A resposta de 2012 a esta pergunta demonstra algum avanço: quase metade dos entrevistados (9 de 21 bolsas) indicou considerar a adoção de tais políticas.

Esta questão permite aos investidores responsabilizar as empresas por suas divulgações de sustentabilidade. A SGX observou que se trata de uma opção a ser considerada quando "os relatórios de sustentabilidade estiverem mais maduros", sentimento também expresso por outras bolsas. Algumas bolsas, tais como a HKEx, passaram a realizar consultas de mercado que incluem a adoção de mecanismos adequados de feedback sobre a divulgação de dados de sustentabilidade por empresas listadas.

INICIATIVAS DE RESPONSABILIDADE DA GESTÃO DA EMPRESA ESTÃO SENDO CONSIDERADAS

Q10. A sua bolsa implementou requisitos de listagem que obrigam as empresas a relatar questões socioambientais e que estão incluídos no plano de pagamento de incentivos do Conselho/Diretoria?

Implementou 1	Considera/ Consideraria implementar 8	Não considera 12	Não respondeu 6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

A maioria dos respondentes (12 de 21 bolsas) indicou que não havia considerado a implementação de requisitos de listagem, que obriguem as empresas a relatar questões socioambientais, incluída no plano de pagamento de incentivos do Conselho/Diretoria. No entanto, oito entrevistados expressaram considerar essa alternativa.

Esta resposta representa um aumento no foco de questões socioambientais em relação a 2010. Em 2010, a pergunta era menos detalhada e questionava se a bolsa consideraria modificar os requisitos de listagem para obrigar as empresas a alinhar o pagamento de incentivos com o crescimento sustentável de longo prazo. A pergunta produziu resposta positiva de apenas três dos 16 respondentes.

UM TERÇO DOS RESPONDENTES AFIRMOU CONSIDERAR A VOTAÇÃO DE ACIONISTAS PARA ESTRATÉGIAS DE SUSTENTABILIDADE

Q11. A sua bolsa implementou requisitos de listagem obrigando as empresas a aprovar relatórios e/ou estratégias de sustentabilidade por voto (não vinculativo) de acionistas em Assembleia Geral Anual?

Considera / Consideraria 6	Não considera 14	Não respondeu 7

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Em 2010, apenas dois dos 16 respondentes afirmaram considerar modificar os requisitos de listagem para obrigar as empresas a submeterem proposta de riscos e oportunidades socioambientais para votação não vinculativa de acionistas em Assembleia Geral. Embora nenhuma das bolsas tenham implementado esses requisitos de listagem, há indícios de que mais bolsas podem considerar a opção, com cerca de um terço dos respondentes (6 de 20 bolsas) afirmando que consideram esta questão.

A pergunta refere-se a uma das muitas opções disponíveis pelas quais as empresas podem se responsabilizar por suas divulgações e estratégias de sustentabilidade. É importante observar que se trata de um requisito mais avançado, o que talvez explique porque a maioria das bolsas ainda não tenha considerado essa opção.

Todas as bolsas que, na pesquisa de 2012, indicaram considerar tais mudanças eram provenientes de mercados asiáticos.

D. PRODUTOS E SERVIÇOS

As bolsas de valores podem oferecer uma gama variada de produtos e serviços socioambientais e de governança corporativa (ESG). Dentre esses produtos e serviços, podemos incluir sessões de treinamento e conscientização gratuitas ou subsidiadas ministradas a emitentes e outros participantes do mercado, criação de Conselhos de Elite, desenvolvimento de índices de sustentabilidade, assim como a facilitação de mercados de carbono. É importante reconhecer que esses produtos e serviços atualmente são geradores limitados de receitas diretas para as bolsas de valores.

Há diversos modelos de índices de sustentabilidade no mercado, que vão desde índices multisetoriais considerados "o melhor da categoria", como o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (que identifica um grupo variado de empresas com as práticas de negócios mais sustentáveis) até índices que incluem empresas que se destacam por seus modelos de negócios focados em sustentabilidade (por ex., índices de tecnologia limpa, índices de baixo carbono, índices de acidez da água, etc). Alguns índices excluem setores de 'alto impacto em ESG', enquanto outros os mantêm.

Além de seu potencial para geração de receita, os índices de sustentabilidade são ótimas ferramentas para melhorar os níveis de divulgação entre os emitentes. Assim, os índices de ESG costumam ser citados pelas bolsas de valores como uma das iniciativas de sustentabilidade de maior sucesso e impacto. Empiricamente, ao serem incluídas em um índice, as empresas tendem a adotar medidas drásticas para manter sua posição, mesmo quando os padrões de divulgação de ESG do índice se tornam mais rígidos. Uma pesquisa realizada pela Villanova School of Business, monitorando inclusões e retiradas do Índice Social Calvert, mostrou que o valor de mercado tendia a ser negativamente afetado quando uma empresa era retirada de um índice, embora o período de monitoramento fosse relativamente curto.[17]

Contudo, até o momento, os índices de ESG lançados por diversas bolsas (principalmente em mercados emergentes) apresentaram relativo sucesso em atrair investidores que buscavam utilizá-los em carteiras referenciais. Conforme adotam os princípios de investimento responsável, os investidores tendem a integrar suas próprias análises de 'investimento responsável' em sua tomada de decisão (a chamada integração de Governança Corporativa Socioambiental) em vez de adotar passivamente um índice.

A criação de um Conselho de Elite permite às bolsas de valores promoverem empresas com bom desempenho ambiental a uma condição regulatória superior à de seus pares com desempenho inferior. Para serem admitidas ao Conselho de Elite, as empresas devem aderir a normas específicas (que, até o momento, focam principalmente em práticas de governança) definidas pela bolsa de valores, que vão além das regras gerais de listagem e/ou lei societária. É um exemplo de dualismo regulatório e uma iniciativa voluntária que pode levar à melhora dos níveis de divulgação e governança entre as empresas listadas em bolsa em um determinado mercado. As bolsas de valores assim procedem para alinhar suas listagens, estimular maior transparência, recompensar práticas aprimoradas e atrair Investidores Institucionais Estrangeiros (IIEs).

ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE SÃO A INICIATIVA MAIS APRECIADA DE SUSTENTABILIDADE

Q12. Sua bolsa oferece algum índice de investimento relacionado à sustentabilidade?

Sim	Não; planeja	Não; não planeja	Não respondeu
11	7	3	6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Cerca de metade dos respondentes (11 de 21 bolsas) já estabeleceram índices de sustentabilidade. A proporção é similar à obtida na pesquisa de 2010, quando oito entre 16 entrevistados haviam estabelecido índices de sustentabilidade. Em 2010, sete respondentes afirmaram ter planos para lançar índices e, dentre eles, três o fizeram. Nas pesquisas de 2012, a Bursa Malaysia e SGX reforçaram seus planos de fazê-lo no futuro, enquanto a HKEx decidiu não lançar um índice próprio no momento, devido ao lançamento do Índice de Sustentabilidade Corporativa Hang Seng em julho de 2010. Dentre as 10 bolsas entrevistadas que ainda não criaram um índice de sustentabilidade, sete planejam fazê-lo em breve.

A JSE identificou seu Índice de Responsabilidade Social (SRI) como sua iniciativa de sustentabilidade de maior sucesso, indicando que, com o tempo, o índice gerou excelente retorno das empresas listadas. Ao responder à pesquisa, a bolsa suíça SIX também considerou a criação de um índice de sustentabilidade como alternativa para estimular a divulgação de dados de ESG.

Uma observação interessante partiu de uma bolsa que lançou recentemente um índice de sustentabilidade, declarando que, embora acreditasse que esta decisão estimularia maior divulgação de informações de sustentabilidade entre as empresas, ainda sentia que os investidores e reguladores deveriam ter um papel mais ativo na exigência de informações relevantes para uma melhor tomada de decisão de investimento.

Outros índices de sustentabilidade relacionam-se a um determinado tema. A família de Índices de Economia Verde da Nasdaq OMX oferece aos investidores diversas opções de índice para acompanhar ações em áreas como eficiência energética, geração de energia renovável, redução da poluição e materiais avançados. Outras bolsas também criaram mercados ou índices que atendem a essa demanda.

A Bolsa de Valores de Istambul, Bolsa de Valores da Tailândia e a Bursa Malaysia estão avançando nos planos para desenvolver seus índices de sustentabilidade. A Bolsa de Valores de Mumbai anunciou o lançamento de seu índice voltado para o mercado de carbono no final de fevereiro de 2012. A Bolsa de Valores de Toronto também está estudando o interesse do mercado por um índice de sustentabilidade.

Das três bolsas que afirmaram não ter planos para desenvolver um índice de sustentabilidade, uma indicou que o fornecimento de um índice para empresas listadas já estava sendo realizado por instituições financeiras privadas.

A MAIORIA NÃO CONSIDERA IMPLEMENTAÇÃO DE CONSELHOS DE ELITE

Q13. A sua bolsa de valores implementou outras iniciativas de sustentabilidade, como a criação de um 'Conselho de Elite' baseado nas práticas de governança ou sustentabilidade das empresas listadas?

Implementou	Considera/ Consideraria	Não considera	Não respondeu
2	3	14	8

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

Apenas dois dos 19 respondentes indicaram ter criado um "Conselho de Elite" baseado nas práticas de sustentabilidade ou de governança das empresas. A grande maioria dos respondentes (14 de 19 bolsas) respondeu não ter considerado a criação desse tipo de conselho.

Embora seja potencialmente algo fácil de ser criado, esta opção não chamou a atenção das bolsas. Algumas bolsas sugeriram que o desenvolvimento de índices de sustentabilidade em seus mercados (seja pela bolsa ou por empresa de serviços financeiros) diminui a necessidade de criação desse tipo de conselho. Em outros casos, há uma série de conselhos criados com diferentes padrões de listagens, fazendo com que o impacto de mais um conselho seja diluído.

O dualismo regulatório foi particularmente bem sucedido no Brasil, onde se credita ao Novo Mercado, um segmento especial de listagem da **BM&FBOVESPA**, o fato de que esta bolsa passou a atrair mais investidores internacionais.

As empresas brasileiras agora aspiram pertencer a esse conselho de elite (Novo Mercado), mesmo que alguns dos padrões sejam superiores aos exigidos pela regulação local. Na entrevista para este relatório, a **BM&FBOVESPA** declarou que a maioria das empresas que oficializaram seus IPOs deseja entrar para o Novo Mercado; na verdade, isso ocorreu em 75% dos IPOs na BM&FBOVESPA desde 2004.

A PLATAFORMA DE NEGOCIAÇÃO DE CARBONO NÃO É UMA INICIATIVA PREDOMINANTE

Q14. Sua bolsa oferece plataformas para negociação de créditos de carbono, ou para o desenvolvimento de mercados de carbono, certificados de energia renovável/eficiência energética ou outros mercados ambientais?

Sim	Não	Não respondeu
4	17	6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Apenas quatro dos 21 respondentes informaram que sua bolsa oferecia plataformas para negociação de créditos de carbono ou para o desenvolvimento de mercados de carbono, certificados de energia renovável/eficiência energética ou outros mercados ambientais.

Os mercados de carbono são em sua maioria norteados por legislação, mas há exemplos de mercados voluntários. É provável que a falta de um consenso global durante a conferência de Durban desacelere a adoção de mercados de carbono, mas muitos governos ainda estão implementando-os como uma ferramenta para aumentar a visibilidade do carbono em seus mercados domésticos visando reduções futuras. Outros tipos de mercado ambiental ainda não são uma opção.

Algumas bolsas, incluindo a Bolsa de Valores de Johanesburgo, a Bolsa de Valores de Tóquio e a Bolsa da Coreia consideraram/estão considerando a possibilidade de desenvolver plataformas para negociação de carbono. A Bolsa de Valores de Hong Kong realizou uma consulta de mercado a respeito de plataformas de negociação de carbono em 2009.

Outro fator a considerar é que muitas bolsas de valores não têm grande participação na negociação de commodities e, portanto, as negociações de carbono não são um procedimento comum. Será mais efetivo considerar essa questão no contexto da análise de sustentabilidade em bolsas de mercadorias.

METADE DOS RESPONDENTES OFERECE FORMAÇÃO EM SUSTENTABILIDADE

Q15. Há cursos relacionados à sustentabilidade em seus programas externos de formação?

Sim	Não	Não respondeu
10	11	6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

A inclusão de cursos de formação relacionados à sustentabilidade em programas externos realizados ou facilitados pelas bolsas – que podem ser dirigidos a emitentes, investidores, corretores, analistas e outros stakeholders da bolsa – é um importante passo para a conscientização do mercado sobre questões de sustentabilidade. Diversas bolsas que adotaram essa iniciativa descobriram que os emitentes e os participantes do mercado, tais como operadores e corretores, desconhecem termos como ESG e relatório de sustentabilidade. Para este fim, muitas bolsas patrocinam programas de formação, propiciando às empresas listadas acesso às ferramentas e metodologias relacionadas a este tema.

Um exemplo do sucesso dessa estratégia é a **BM&FBOVESPA** no Brasil. Alinhada com sua nova filosofia de "relatar ou explicar" para as empresas listadas, a bolsa oferece oficinas de formação em parceria com a Global Reporting Initiative (GRI) para preparar as empresas a divulgar dados relevantes de sustentabilidade.

Várias bolsas consideram que as regras de relato de sustentabilidade em seus mercados são adequadas, mas sugerem que é necessário melhorar a compreensão dessas regras (e, talvez, sua implementação). A Bolsa de Valores de Toronto é um exemplo. Com base nas conclusões de uma consulta realizada em 2009, a bolsa considera que as regras adicionais de divulgação são prematuras, mas ofereceu treinamento em divulgação de dados socioambientais em quatro cidades canadenses em 2011, para que seus emitentes entendam as regras regulatórias de divulgação e aprendam como os investidores institucionais utilizam as informações contidas nos relatórios.

A Deutsche Börse adotou uma abordagem inédita para aumentar a conscientização dos investidores, emitentes e outros stakeholders que difere do 'treinamento'. A bolsa alemã investiu em um portal na internet oferecendo aos investidores, consultores e gestores de recursos acesso a dados de ESG de 1800 empresas.[18] Julia Taeschner, diretora de Responsabilidade Corporativa da Deutsche Börse, explica que, embora essa iniciativa possa ser aprimoradas, demonstra que as bolsas podem prover a infraestrutura necessária para estimular e facilitar a divulgação de dados de ESG, propiciando aos investidores acesso fácil a informações relevantes.

E. FATORES- CHAVE

Um mercado facilitador é necessário para se desenvolver um mecanismo totalmente funcional de divulgação de dados relevantes, comparáveis, coerentes e confiáveis de informações ESG. A ausência de componentes-chave em muitos mercados parece limitar a disposição das empresas listadas para a divulgação de dados de ESG, falta de facilitação regulatória e pressão insuficiente dos investidores. As bolsas

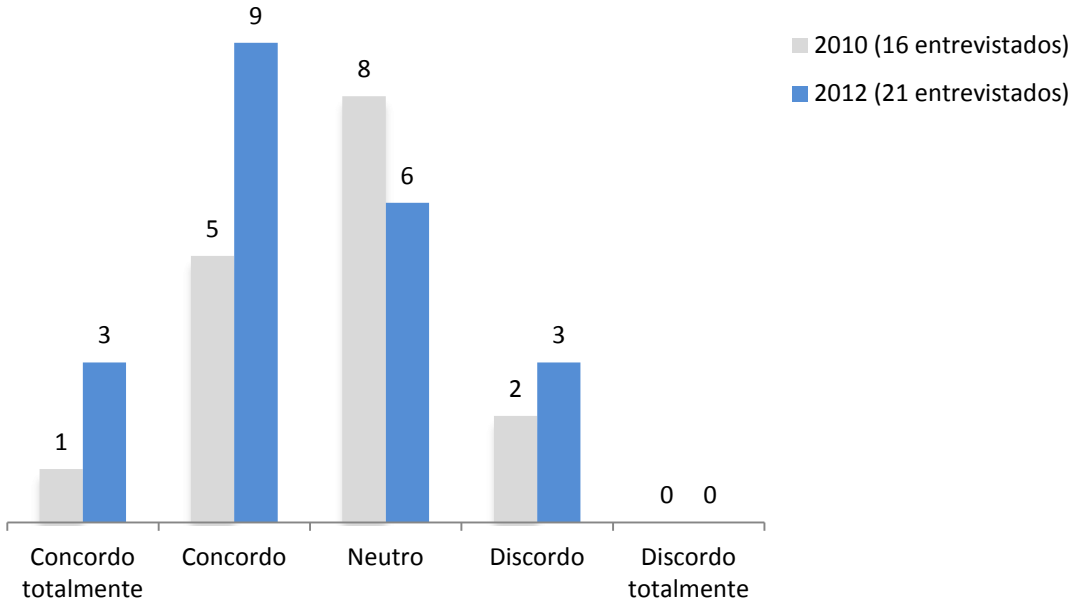
de valores pesquisadas indicaram ser necessário um maior envolvimento dos investidores locais e maior clareza sobre os níveis de divulgação desejados pelos investidores.

O argumento de que os mercados desenvolverão mecanismos adequados espontaneamente é válido, mas existe a preocupação de que algumas características inerentes a mercado vão de encontro ao interesse de longo prazo. A Pesquisa de Sustentabilidade realizada pela GlobeScan and Sustainability em janeiro de 2012 concluiu que 88% dos respondentes, incluindo ONGs, instituições acadêmicas e governo, sentiam que a pressão por resultados financeiros de curto prazo era um obstáculo para os negócios se tornarem mais sustentáveis.[19]

METADE DOS RESPONDENTES PERCEBE UM *BUSINESS CASE* PARA INICIATIVAS DE SUSTENTABILIDADE

Q16. Até que ponto o Sr. concorda com a afirmação abaixo?

"A adoção de regras rígidas de sustentabilidade para empresas listadas é algo positivo para os negócios de uma bolsa de valores"



As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas.
Fonte: Responsible Research, 2012

Comentário

A afirmação de que a adoção de regras rígidas de sustentabilidade para empresas listadas é algo positivo para os negócios de uma bolsa de valores apresentou apoio crescente. Mais da metade dos respondentes (12 de 21 bolsas) concorda/concorda totalmente com essa afirmação na pesquisa de 2012, enquanto apenas três discordaram. Foi um aumento significativo em comparação a 2010, quando apenas um terço (6 de 16 bolsas) concordou/concordou totalmente. É importante notar que todas as bolsas que concordaram/concordaram totalmente com a afirmação em 2012 são de mercados emergentes. Essa conclusão reforça a opinião de que muitas bolsas emergentes consideram as práticas mais sólidas de ESG como um fator diferencial para a melhoria da reputação.

OS RESPONDENTES APRESENTARAM OPINIÕES DIVERGENTES A RESPEITO DE INTERVENÇÃO REGULATÓRIA PARA TORNAR A DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA

Q 17. Até que ponto o sr. concorda com a afirmação abaixo?

"Os reguladores devem avaliar a possibilidade de exigir que as bolsas de valores obriguem as empresas listadas a divulgar suas práticas de sustentabilidade (ou seja, iniciativas voluntárias são inadequadas)"

Concorda totalmente 4	Concorda 5	Neutro 6	Discorda 4	Discorda totalmente 2	Não respondeu 6

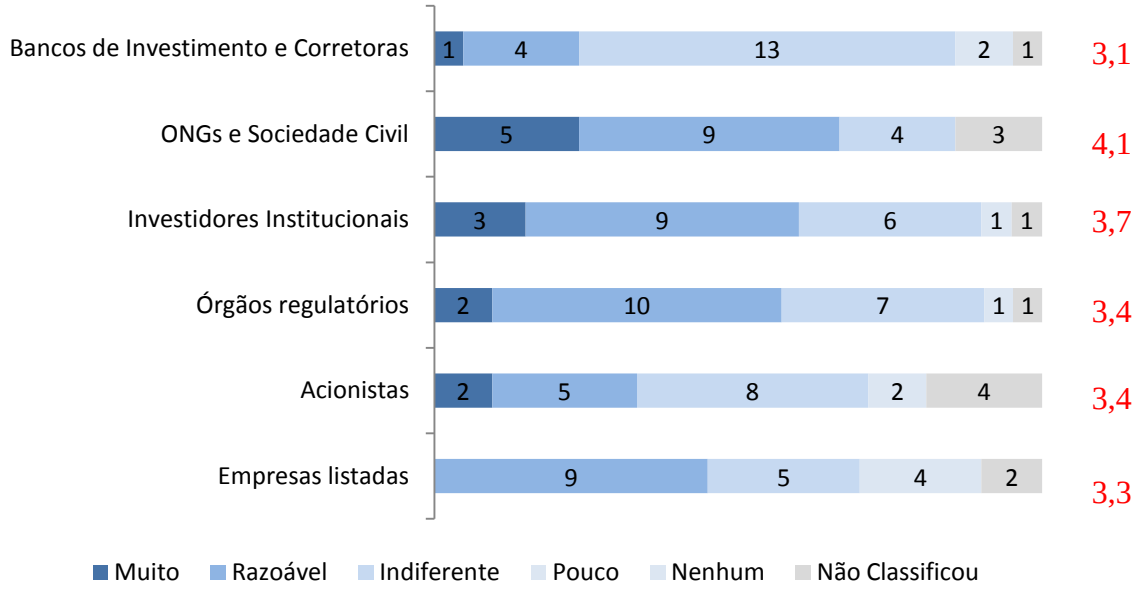
. As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Em 2012, quase metade dos respondentes (9 de 21 bolsas) concordou/concordou totalmente com a opinião de que os reguladores devem avaliar a possibilidade de exigir que as bolsas obriguem as empresas listadas a divulgar suas práticas de sustentabilidade (ou seja, iniciativas voluntárias são inadequadas). Embora esse número represente a minoria dos entrevistados, é uma mudança considerável em relação à pesquisa de 2010, quando três quartos dos entrevistados acreditavam que os reguladores não deveriam exigir que as bolsas obrigassem as empresas listadas a divulgar suas práticas de sustentabilidade (ou seja, eram da opinião de que as iniciativas voluntárias eram adequadas).

A resposta a esta questão, juntamente com a da Q19, que concluiu que os reguladores às vezes são um obstáculo à implementação de iniciativas de sustentabilidade, demonstra que os investidores devem se envolver diretamente com os reguladores e que as bolsas provavelmente apoiarão esse diálogo.

AS ONGS E SOCIEDADE CIVIL DÃO MAIS VALOR À SUSTENTABILIDADE; BANCOS DE INVESTIMENTO E CORRETORAS SE MOSTRAM INDIFERENTES

Q18. Em uma escala de 1 a 5, qual o nível de apoio que os stakeholders abaixo têm dado em relação às iniciativas de sustentabilidade lideradas por bolsas de valores? (1= nenhum; 2= pouco; 3=indiferente 4= razoável 5= muito)



1. Essa questão considera as respostas de 21 entrevistados
2. Não classificou: refere-se aos casos em que um respondente não classificou o apoio de um determinado grupo de stakeholders
3. A Bolsa de Valores de Toronto classificou Investidores Institucionais e empresas listadas como 3 e 4, devido às características distintas atribuídas a esses grupos

Essa questão buscou descobrir onde as bolsas estavam encontrando apoio ao estabelecer regras mais rígidas de divulgação e outras medidas de sustentabilidade.

As "ONGs e Sociedade Civil" foram identificadas como o grupo de stakeholders que deu mais apoio às iniciativas de sustentabilidade por parte das bolsas, com os investidores como o próximo grupo mais aprobativo. É importante notar que, dentre as bolsas entrevistadas, seis identificaram os investidores institucionais como indiferentes às iniciativas de sustentabilidade.

O resultado da pesquisa demonstrou que os acionistas das bolsas, autoridades regulatórias e as próprias empresas listadas, em média, mostraram indiferença e pouco apoio às iniciativas de sustentabilidade lideradas por bolsas.

Os stakeholders que oferecem menos apoio são os bancos de investimento e corretoras. Essas instituições desempenham importante papel como assessores às empresas em IPOs, um estágio crucial de evolução corporativa. A falta de apoio é algo que os investidores devem procurar verificar.

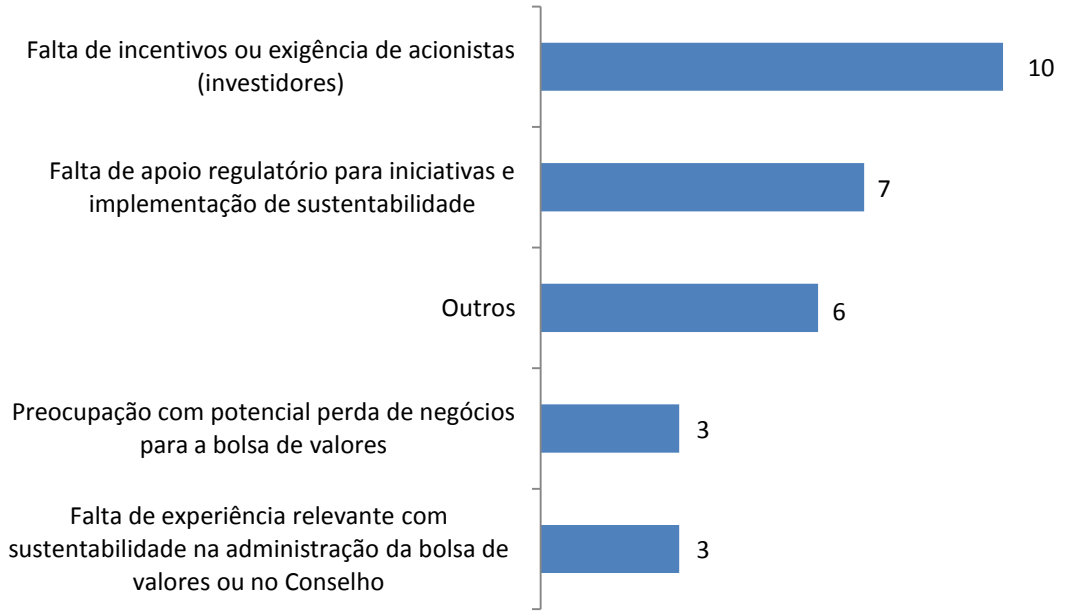
FALTA DE APOIO REGULATÓRIO E POUCA EXIGÊNCIA POR PARTE DOS INVESTIDORES CONTINUAM SENDO OBSTÁCULOS ÀS INICIATIVAS DE SUSTENTABILIDADE

Q19. Houve algum fator que desmotivou sua bolsa na introdução e implementação de iniciativas de sustentabilidade relacionadas às empresas listadas?

Sim	Não	Não respondeu
13	8	6

As unidades neste gráfico referem-se ao número de bolsas. Fonte: Responsible Research, 2012

Quais fatores geraram essa desmotivação? (Conforme indicado por 13 respondentes que identificaram fatores desmotivação)



Comentário

Dentre os 21 respondentes, 13 identificaram fatores que os desmotivaram a introduzir e implementar iniciativas relacionadas à sustentabilidade para as empresas listadas.

O fator mais comum identificado foi a falta de exigência dos investidores. A Deutsche Börse também indicou como fator de desmotivação a falta de divulgação por parte dos investidores de informações sobre como os critérios de sustentabilidade eram utilizas em suas decisões de investimento, opinião que reverberou em várias entrevistas com as bolsas. Esta informação demonstra claramente que os investidores exercem papel significativo no incentivo à divulgação de dados de ESG nas bolsas (assim como nas empresas). A crescente adoção de princípios de investimento responsável deverá resultar em maior envolvimento dos investidores nas questões de sustentabilidade. Além do mais, a adoção dos códigos de comportamento do investidor, como o *Stewardship Code* do Reino Unido, também deverá resultar em maior engajamento. Algumas bolsas indicaram que a exigência do investidor local também era um fator importante para as bolsas de valores ampliarem as iniciativas de sustentabilidade, e que não pode ser inteiramente substituída pelas exigências dos Investidores Institucionais Estrangeiros (IEEs).

A falta de apoio regulatório para iniciativas e implementação de sustentabilidade foi fortemente identificada como fator de desmotivação, bem como as limitações regulatórias e o fato de a bolsa não exigir as mudanças necessárias. Essa resposta destaca que os investidores devem se envolver diretamente com os reguladores. A resposta à pergunta Q17 indica que as bolsas podem contribuir para esse diálogo.

As respostas também sugerem que, embora uma minoria de entrevistados tema que a implementação de iniciativas de sustentabilidade possa causar perda de negócios (um respondente declarou especificamente que "introduzir regras obrigatórias para relatórios de sustentabilidade pode sobrecarregar certos participantes e distorcer a concorrência"), a maioria (86%, ou 18 de 21 bolsas) não apresenta tais preocupações.

Essa opinião foi sustentada pelo fato que, quando questionadas, nenhuma bolsa entrevistada indicou ter conhecimento de algum emitente que tenha decidido não realizar o procedimento de listagem devido às regras de divulgação de dados de sustentabilidade. Talvez essa opinião não tenha sido devidamente testada, visto que a implementação de iniciativas de sustentabilidade segue o princípio "cumprir ou explicar". Na pesquisa de 2010, as bolsas sequer responderam essa questão. Talvez naquela época fosse prematuro demais para as bolsas responderem de forma fundamentada.

IV. LÍDERES DE SUSTENTABILIDADE E FATORES DE ESTÍMULO

É difícil estabelecer quais bolsas de valores lideram no quesito de sustentabilidade, dadas as disparidades entre os mercados. As bolsas do mundo estão em estágios diferentes de evolução. Os avanços em seus caminhos individuais rumo à sustentabilidade também variam de bolsa para bolsa. No futuro próximo, talvez a referência de sustentabilidade mais explícita para medir o progresso das bolsas será uma combinação dos seguintes itens:

• Percentual de emitentes por valor de mercado (e por quantidade) que divulgam informações relativas à Governança Corporativa Socioambiental;

• Qualidade das divulgações (determinada por aspectos como relevância, confiabilidade, consistência, etc);

• Mecanismos oferecidos pelo mercado para os investidores responsabilizarem as empresas quanto aos critérios de sustentabilidade.

A pesquisa solicitou que as bolsas identificassem uma bolsa que consideravam líder em iniciativas de sustentabilidade para os emitentes. Embora apenas 12 bolsas tenham respondido essa questão, vale ressaltar que a JSE e a **BM&FBOVESPA** foram de longe as mais citadas. Os motivos citados para essas escolhas incluíram a adoção do princípio 'cumprir ou explicar' (em ambas as bolsas), o foco em relatórios integrados (JSE) e a criação efetiva de um conselho de elite (**BM&FBOVESPA**). A HKEx, em função de seus altos padrões de divulgação de dados de ESG, e a TMX, por "criar nichos de mercado dedicados a empresas com perfis de sustentabilidade", são as outras bolsas mencionadas nessa categoria. É importante ressaltar que não houve tentativa de classificar as bolsas, nem tampouco foram dadas diretrizes para os respondentes.

Este é um cenário em constante transformação. O ritmo e a profundidade da mudança são determinados por vários fatores. As respostas à pesquisa e as entrevistas realizadas para elaborar este relatório oferecem uma compreensão clara sobre como as bolsas de valores transitam em suas agendas de sustentabilidade. Há diversas lições sobre os fatores de estímulo que as bolsas de valores podem oferecer umas às outras, bem como aos investidores buscando manter um diálogo com as bolsas.

Os fatores de estímulo percebidos em todos os mercados e algumas iniciativas recentes estão identificados abaixo. Cabe ressaltar que nem todos os fatores são aplicáveis a todos os mercados.

Fatores de estímulo

Implementar e facilitar o ecossistema de ESG. As bolsas devem manter envolvimento constante com o investimento em ações sociais, ambientais e de governança corporativa e com o seu ecossistema corporativo de divulgação. Para tanto, é necessário trabalhar com organizações engajadas no desenvolvimento de normas para relatórios ESG, participando de seus comitês e grupos de trabalho, bem como manter contato próximo com a comunidade de investimento responsável, inclusive o envolvimento com grupos PRI. As empresas listadas também podem contribuir por meio de um processo orgânico em que diversas e frequentes consultas sejam mantidas e intermediadas pela bolsa sobre a divulgação de dados de ESG. Um exemplo foi a HKEx ter patrocinado cinco seminários gratuitos de meio período e 10 oficinas gratuitas de período integral com o Relatórios ESG para empresas listadas, com base no seu Manual de Relatórios ESG (entre maio e julho de 2011). Essas oficinas foram ministradas por especialistas externos no assunto. Mais de 800 participantes, de quase 500 emitentes, cursaram os seminários, enquanto que mais de 500 participantes, de aproximadamente 350 emitentes, participaram das oficinas.

Compromisso da Alta Administração. O compromisso e o interesse da Alta Administração são componentes importantes das iniciativas de sustentabilidade das bolsas, principalmente quando as iniciativas são lançadas. Na recente iniciativa da **BM&FBOVESPA** de solicitar às empresas listadas que publiquem relatórios de sustentabilidade ou que expliquem por que não o fazem, Sonia Favaretto, diretora de Sustentabilidade da **BM&FBOVESPA**, declarou que "quando a solicitação é feita pelo principal executivo da bolsa, o mercado dá mais importância ao assunto". Na **BM&FBOVESPA**, bem como em outras bolsas de valores que estão na vanguarda dessas iniciativas, a liderança e o apoio da Alta Administração tem sido vital.

Investimento na capacidade de implementação. Quase metade dos respondentes (9 de 19 bolsas) afirmaram que suas bolsas ministram programas internos de treinamento em sustentabilidade. Para eles, é importante investir em uma equipe/comitê de sustentabilidade cujas funções sejam integradas aos vários departamentos da bolsa - principalmente se a bolsa planeja desenvolver e implementar uma estratégia completa de sustentabilidade. Mesmo que não seja uma equipe de sustentabilidade distinta, os departamentos, principalmente aqueles encarregados de listagens e regulações, devem incluir a sustentabilidade em suas tarefas e devem ter a capacidade de implementá-las.

A oferta de programas de treinamento para a Alta Administração e outros membros do staff também contribui para criar valor a essas iniciativas. Além disso, profissionais treinados estão mais capacitados a tratar de questões de sustentabilidade junto às empresas listadas. Portanto, a formação interna deve ser um norteador importante para as práticas de sustentabilidade de uma bolsa.

Publicação de relatórios ESG. Muitas bolsas de valores consideraram útil produzir seus próprios relatos de dados de ESG, seja na forma de um relatório de sustentabilidade independente ou um relatório integrado. Dentre os 19 entrevistados que responderam a uma questão que mede o nível de divulgação de dados de ESG, 18 respondentes afirmaram que divulgaram informações relativas ESG e que essas informações tiveram um impacto sobre seu modelo de negócios. Embora seja uma imensa maioria, deve-se ressaltar que a qualidade dessa divulgação varia significativamente, desde notas com apenas um parágrafo em um programa filantrópico até um relatório de responsabilidade corporativa GRI mais avançado ou um relatório integrado. Os motivos mais comuns citados para essas divulgações foram a demonstração de liderança para as empresas listadas, foco do Conselho nessas questões e preocupação dos funcionários. Conversas particulares mantidas com algumas bolsas também revelaram que os relatórios permitem às bolsas compreender melhor o processo, tempo e capacidade necessários para os emitentes produzir seus próprios relatórios.

Embora esses relatórios se concentrem no desempenho interno de sustentabilidade das bolsas e nas atividades relacionadas às empresas listadas, no futuro, o valor dos relatórios talvez seja medido pelo que informações mais relevantes que esses documentos devem reunir: a profundidade da divulgação de dados de ESG pelas empresas em seu mercado e a qualidade das informações fornecidas. Este é um indicador que as bolsas podem usar como meta, embora a resposta à Q3 indique que, até agora, nenhuma bolsa o fez, ao menos em relação à divulgação sobre mudanças climáticas causadas pelas empresas listadas.

Aproveitar e facilitar estruturas e metas nacionais de desenvolvimento sustentável. Em sua palestra na conferência do Fórum Mundial de Investimento em Xiamen em 2010, Selvarany Rasiah, diretora regulatória da Bursa Malaysia, revelou que um componente fundamental do sucesso das iniciativas de sustentabilidade de sua bolsa foi o incentivo dado pelo governo malásio às empresas por suas práticas de sustentabilidade.[20] O comunicado de orçamento do Primeiro Ministro da Malásia, acompanhado por uma declaração a favor da divulgação de dados sustentabilidade, foi o apoio que a Bursa Malaysia precisava. Da mesma forma, o interesse das empresas de que o índice SRI da JSE e outros esforços de sustentabilidade realizados por essa bolsa foi consequência parcial do ambiente facilitador criado pelo Código King. Mais recentemente, em fevereiro de 2012, o índice de carbono da Bolsa de Valores de Mumbai, o GREENEX, foi lançado pelo Ministro de Assuntos Corporativos da Índia. O ministro havia preparado uma diretriz para a divulgação voluntária desse índice no ano anterior.[21] O GREENEX também se relaciona com a política de eficiência energética doméstica da Índia, que se encontra em franca evolução. Houve desenvolvimentos similares na China e em outros mercados.

Expectativas para a geração de receitas significativas a partir de produtos e iniciativas de sustentabilidade no curto prazo, em geral, são errôneas. As conversas mantidas com algumas bolsas para a elaboração deste relatório oferecem um aprendizado para que as bolsas que adotam iniciativas de sustentabilidade e lançam produtos não devem considerar obtenção de lucro em cada iniciativa. Sabe-se que até o momento, os índices de sustentabilidade não contribuíram significativamente para os lucros das bolsas, que consideram suas iniciativas como investimentos. Por exemplo, a publicação de dados de sustentabilidade da Deutsche Börse em seu website – adquiridos de um fornecedor de pesquisa em sustentabilidade – não tem custo para os usuários e não gera receitas para a bolsa. Uma bolsa que não quis se identificar declarou que "o mercado ainda está em desenvolvimento e os participantes devem aprender a investir". Portanto, para o curto prazo, a proposta principal das iniciativas de sustentabilidade deve continuar sendo no desenvolvimento da confiança, credibilidade e qualidade entre os participantes do mercado.

Reinterpretação da relevância da divulgação nas regras existentes. Outra rota alternativa que requer maior estudo e inovação é a interpretação das regras existentes. As normas que tratam da relevância da divulgação podem oferecer uma estrutura pronta para a integração das questões ESG. Para tanto, é necessário um esforço conjunto de conscientização e reeducação - e uma melhora na divulgação divulgação de dados segundo as regras vigentes. A Bolsa de Valores de Toronto informou que educa os emitentes sobre as regras dos reguladores canadenses do setor de valores mobiliários, juntamente com os reguladores regionais relevantes e investidores institucionais (inclusive signatários do PRI) para divulgação de dados socioambientais.

V. QUESTÕES A SEREM CONSIDERADAS PELOS ESTADOS-MEMBROS NA RIO+20

Uma intervenção política urgente, porém cuidadosa, poderá levar a um diálogo global mais efetivo em um prazo menor. A natureza dos ecossistemas do mercado e a complexidade da responsabilidade podem, muitas vezes, apresentar impedimentos em relação às ações que as bolsas de valores e os reguladores de mercado possam assumir em iniciativas de sustentabilidade. Além disso, os mercados de capitais hoje são moldados por forças que inerentemente externam uma série de fatores urgentes de sustentabilidade.

As conclusões desta pesquisa sugerem claramente que os formuladores de políticas desempenham um papel importante como facilitadores desta mudança. Dentre os que responderam à pesquisa, 80% apoiam uma abordagem global a relatórios de sustentabilidade corporativa, que seja significativa e consistente. Ademais, 75% dos respondentes aprovaram que seja criada uma 'convenção de publicação de relatórios de sustentabilidade corporativa', em que os governos avaliem a possibilidade de obrigar os conselhos das empresas a: (a) considerar as questões de sustentabilidade em suas discussões estratégicas, (b) integrar as questões de sustentabilidade que consideram relevantes em seu Relatório Anual e, (c) explicar porque não o fizeram, se for o caso.

Os formuladores de políticas estão em posição de pressionar pela introdução de princípios norteadores e a criação de um roteiro para aumentar a divulgação de dados de ESG pelas empresas em seus mercados de atuação, bem como a formalização de mecanismos para responsabilizar as empresas pelas divulgações. Embora as regras para a divulgação de dados de ESG devam ser caracterizadas por contextos locais, é desejável haver um nível mínimo de comparabilidade entre os mercados.

Nesse contexto, a moção por uma Estrutura de Política Internacional feita pela Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC), que inclui mais de 40 organizações, inclusive investidores institucionais representando aproximadamente US$ 2 trilhões, é digna de nota. A moção foi lançada no Fórum do Setor Privado da UNGC em setembro de 2011 por Paul Abberley, presidente da Aviva Investors de Londres. A coalizão pede que os estados membros da ONU se comprometam a criar uma Convenção de Publicação de Relatórios de Sustentabilidade Corporativa na Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável de 2012 (Rio+20).

Vale listar os quatro princípios norteadores que a CSRC identificou para a criação dessa estrutura política em nível internacional:

1. **Transparência** – As empresas devem integrar as questões relevantes de sustentabilidade em seus relatórios e demonstrações financeiras, segundo o princípio "cumprir ou explicar".

2. **Prestação de Contas** – É necessário estabelecer mecanismos eficazes para os investidores responsabilizarem as empresas pela qualidade de suas divulgações, inclusive por meio de voto consultivo na Assembleia Geral Anual.

3. **Responsabilidade** – Os deveres do Conselho devem incluir explicitamente a definição dos valores e normas da empresa e garantir que suas obrigações perante os acionistas e outros stakeholders sejam compreendidas e atendidas.

4. **Incentivos** – As empresas devem declarar em relatórios de remuneração se o comitê de remuneração considera os fatores ESG de relevância material para a sustentabilidade e interesses de longo prazo da empresa, ao definir a remuneração dos executivos. Devem, também, alinhar a remuneração aos interesses dos acionistas e outros stakeholders principais, inclusive clientes e funcionários.

Informações sobre a CSRC e as organizações que a apoiam no site HTTP://aviva.com/corporate-responsibility/programme-updates/15615. Na página 50, há uma lista de participantes da CSRC.

ANEXOS

A importância da divulgação de dados ESG por empresas listadas

As práticas de sustentabilidade corporativa são relativamente fáceis de serem categorizadas nos três pilares da sustentabilidade (ambiental, social e governança). Conforme demonstrado na Figura 1, os indicadores são isolados e monitorados de forma a fornecer informações aos investidores e outros stakeholders sobre liderança da gestão em questões de sustentabilidade. Os padrões globais de mensuração quantitativa dos critérios individuais em cada seção continuam a ser indefinidos, apesar da colaboração inestimável de investidores, empresas, bancos de investimento, associações setoriais e empresas de contabilidade.

Figura 1. Indicadores quantificáveis de práticas corporativas de ESG

AMBIENTAL	SOCIAL	GOVERNANÇA
Eficiência energética	Remuneração de funcionários	Independência do Conselho
Emissões de carbono	Benefícios	Participação do Conselho
Emissões GEE	Rotatividade de funcionários	Votos de acionistas
Metas de biodiversidade	Saúde de funcionários	Riscos de contencioso
Uso da água	Práticas e metas de segurança	Remuneração da diretoria e gerência
Uso de recurso natural	Cobertura e gastos com treinamento	
Práticas de reciclagem	Diversidade e metas	
Desperdício de energia		

Desde a última década, as empresas vêm divulgando cada vez mais informações sociais, ambientais e de governança corporativa. Das três áreas de divulgação de dados ESG, há uma maior aceitação das regras por melhores indicadores de governança corporativa. Este aspecto advém parcialmente de uma maior vigilância pública e do setor financeiro sobre os escândalos, como as grandes discrepâncias contábeis descobertas recentemente na Olympus e detalhes da remuneração aparentemente desproporcional de executivos de instituições financeiras, num momento em que várias destas instituições estavam sendo resgatadas com o dinheiro dos contribuintes e lutando para manter a rentabilidade. Como resultado de regras regulatórias e maior fiscalização jurisdicional, a diretoria corporativa das bolsas vem dando mais atenção às boas iniciativas de governança há mais tempo do que às atividades socioambientais.

Porém, há indício de que as empresas - e outros stakeholders importantes – começam a entender a importância de divulgar dados socioambientais. Basta notar a atenção dada às recentes divulgações da Apple sobre sua cadeia de fornecedores, destacando em seu relatório um grupo de empresas asiáticas com um histórico extremamente ruim em questões trabalhistas.

Também aumenta a percepção de que a inércia em relação às questões ESG pode ter impacto significativo sobre a capacidade das empresas de sustentar crescimento, ou, em casos extremos, até mesmo de sobreviver. Para usar um indicador ambiental como exemplo, os riscos sistêmicos associados ao carbono são enormes. Em 2011, um estudo chamado *'Unburnable Carbon'* ("Carbono Não Queimável") revelou que, se a probabilidade do aquecimento global ultrapassar 2°C fosse limitada a 20%, o mundo teria de se limitar a um orçamento de 565 $GtCO_2$ até 2050.[22] Porém, como as reservas fósseis globais conhecidas estão estimadas em 2795 $GtCO_2$, (ou seja, os ativos existentes representam cinco vezes o orçamento para 2050), as consequências para os valores de ativos são significativas.

Na verdade, o estudo concluiu que somente as 100 maiores empresas listadas produtoras de carvão e as 100 maiores empresas listadas produtoras de petróleo e gás já representam emissões potenciais de 745 $GtCO_2$. Se a capacidade de queima desses combustíveis fosse restringida uniformemente por todos os ativos, 80% dessas reservas não poderiam ser queimadas. Este é um risco sistêmico e os investidores podem acabar com 'ativos improdutivos', caso esta regra seja aplicada.

Iniciativas de bolsas de valores sustentáveis lideradas por investidores na Ceres

A Rede de Investidores de Riscos Climáticos (INCR) da Ceres, representando mais de US$ 10 trilhões em ativos sob gestão, criou um grupo de trabalho sobre as Bolsas de Valores Sustentáveis (SSE). Esse grupo consiste de um fórum em que os investidores participantes podem se engajar principalmente com as bolsas de valores norte-americanas nas questões ESG. Os participantes do grupo estão comprometidos com o desempenho de sustentabilidade interno das bolsas, seu entendimento do cenário de divulgação de dados de ESG e em incentivar as bolsas a oferecer programas de treinamento para executivos e diretores de empresas em ESG.[23] O objetivo da iniciativa da Ceres, segundo Tracey Rembert, gerente sênior de Engajamento com Investidores na Ceres, é desenvolver um padrão de listagem a ser adotado pelas bolsas em relatórios de sustentabilidade.

Os participantes da INCR envolvidos com as bolsas de valores norte-americanas em 2011 representaram entre US$ 4.5 trilhões e US$ 5.5 trilhões de ativos sob gestão, dependendo da bolsa. Os membros da INCR também participaram na expansão e diálogo com associações que exercem influência nas atividades de bolsa de valores, como a Sociedade de Profissionais de Governança e Secretários Corporativos e a Federação Mundial de Bolsas.

Embora o diálogo ainda esteja no estágio inicial, houve uma discussão fértil entre investidores e bolsas de valores a respeito das expectativas de divulgação mais abrangente de dados de ESG no mercado de capitais, o desafio de fazer com que as empresas divulguem dados comparáveis que sejam relevantes e significativos para um dado setor, e o fato de que os próprios investidores ainda não terem chegado a um consenso sobre os indicadores principais de desempenho (KPIs) que devem ser divulgados por setor. Os diálogos "demandam que as empresas, bolsas e investidores se mobilizem para serem mais precisos em suas definições e chegar a um consenso." Os resultados desejados são similares aos dos Princípios de Investimento Responsável (PRI) e se relacionam à divulgação transparente e contínua de dados de ESG (inclusive expectativas) por parte das empresas listadas, contendo mecanismos para que os investidores possam responsabilizar as empresas. A elaboração integrada de relatórios e o GRI também são discutidos com todas as bolsas nas pautas do INCR.

A Ceres ressalta que muitos dos grandes investidores envolvidos nesse movimento consideram que essa estratégia é o meio mais eficaz para obterem dados de sustentabilidade confiáveis e comparáveis. Como 'investidores responsáveis', sentem que necessitam de dados consistentes que possam ser incluídos em seus modelos e que lhes permitam votar com confiança em diversos setores e locais em questões de ESG. O Grupo de Trabalho do INCR também destaca a importância de haver reuniões frequentes entre as bolsas e o órgão regulador de seu mercado para discutir a evolução do cenário de divulgação de dados de ESG.

Participantes da Coalizão do Relatório de Sustentabilidade Corporativa (CSRC)

Aviva Global	Reporting Initiative
Aviva Investors	Hermes
Association of Chartered Certified Accountants	Illac Ltd
BioRegional	MN-Services
BT Pension Scheme Management Limited	Numaï Partners
CA Cheuvreux	PaxWorld Management LLC
Carbon Disclosure Project	Peace Child International
Calvert Investment	Rabobank Pensionfund
Ceres	Save the Children
Church of Sweden	Sparinvest Group
Climate Change Capital	Stakeholder Forum
Climate Disclosure Standards Board (CDSB)	The Co-operative Asset Management
Colonial First State Global Asset Management	Traidcraft
CorporateRegister.com Limited	Trillium Asset Management, LLC
Cyrte Investments	Triodos Investment Management B.V.
Delta Lloyd Asset Management	UNCTAD*
EIRIS	UN Global Compact
Environment Agency Active Pension Fund	UN PRI
Ethos Foundation	University of St Andrews Endowment Fund
Forum for the Future	Via Gutenberg
Fronesys	Vigeo
FRR Fonds de réserve pour les Retraites	VIP Ev
FTSE	WWF-UK
Generation Investment Management	

Pesquisa sobre bolsas e sustentabilidade - Resumo das conclusões desde 2009

2009

Agosto - A Federação Mundial de Bolsas (WFE) publica um relatório intitulado *Exchanges and Sustainable investment [Bolsas e Investimento Sustentável]*, trazendo um panorama da medidas relacionadas ao investimento sustentável adotado por seus membros.[24]

Novembro - Cheuvreux, o primeiro banco de investimento signatário do PRI, publica um estudo afirmando que, embora as bolsas possam a desempenhar um papel ativo no desenvolvimento de índices voltados para o acompanhamento de métricas de sustentabilidade, elas haviam "perdido a liderança na produção de índices" para os fornecedores de índice em mercados desenvolvidos.[25]

2010

Setembro - O relatório *Sustainable Stock Exchanges: Real Obstacles, Real Opportunities [Bolsas de Valores Sustentáveis: Obstáculos Reais, Oportunidades Reais]*, a versão anterior deste relatório, é publicado. O relatório de 2010 apresentou uma avaliação das estruturas e práticas de sustentabilidade em 30 das maiores bolsas de valores do mundo por valor de mercado, apontando a iniciativas a serem adotadas pelas bolsas de valores.[26]

Setembro - A EIRIS, empresa de pesquisa de investimento independente sobre o desempenho ético e de ESG das empresas, publica o relatório "*Sustainable Stock Exchanges: Improving ESG Standards among Listed Companies" [Bolsas de Valores Sustentáveis: Melhora dos Padrões ESG entre as Empresas Listadas]*. O relatório enfatiza que as bolsas de valores têm um papel importante na redução do risco de investimento e

que "adotaram várias abordagens de sustentabilidade" que podem estimular a divulgação de dados de ESG.[27]

Setembro - A WFE atualiza o relatório de 2009 com outro relatório: *Exchanges, ESG and Investment Decisions [Bolsas, ES e Decisões de Investimento]*. O relatório atualizado ressalta que a Global Reporting Initiative (GRI) defende que até 2015 todas as empresas de médio e grande porte dos países pertencentes à OCDE e economias emergentes de rápido crescimento sejam obrigadas a divulgar publicamente seu desempenho de sustentabilidade, ou que expliquem por que não o fazem (o princípio 'cumprir ou explicar'). A WFE também ressalta que a África do Sul tomou a dianteira publicando relatórios integrados, uma decisão orientada pelo relacionamento próximo e de colaboração entre a Bolsa de Valores de Johanesburgo, seu órgão regulador e o fundo de pensão do governo sul-africano.[28]

2011

Junho - Um relatório encomendado pelo IFC, *Assessing and Unlocking the Value of Emerging Market Sustainability Indices [Avaliação e Demonstração do Valor dos Índices de Sustentabilidade de Mercados Emergentes]*, demonstra a proliferação de índices de sustentabilidade em mercados emergentes emitidos por empresas de serviços financeiros e pelas bolsas de valores desde 2004, sendo que a maioria dos índices foi lançada a partir de 2009.[29] O relatório também ressalta que esses índices de mercados emergentes alcançaram sucesso limitado em atrair investidores devido à falta de transparência no desenvolvimento do índice e as incoerências metodológicas de estratégias em diversos mercados, o que dificulta a incorporação contínua das conclusões para o desenvolvimento de um portfólio em nível global.

Dezembro - O Carbon Disclosure Project (CDP), organização sem fins lucrativos que trabalha pela redução das emissões de gases de efeito estufa (GEEs) e uso sustentável dos recursos hídricos por empresas globais, publica o relatório *Climate Resilient Stock Exchanges – Beyond the Disclosure Tipping Point [Bolsas de Valores Resistentes ao Clima - Além do Ponto de Virada da Divulgação]*. O relatório avalia a divulgação de dados de mudança climática passados ao CDP por empresas listadas em 31 das maiores bolsas de valores.[30]

Dezembro - A Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) publica o relatório *Corporate Governance Disclosure in Emerging Markets: statistical analysis of legal requirements and company practices [Divulgação de Governança Corporativa em Mercados Emergentes: análise estatística de normas legais e práticas empresariais]*. O relatório reúne as regras de divulgação de 24 economias emergentes (além dos EUA, Reino Unido e Japão), e as compara às práticas de divulgação reais de empresas líderes. O relatório usa como referência o Manual das Boas Práticas de Governança Corporativa da UNCTAD-ISAR, que abrange mais de cinquenta itens de divulgação, inclusive informações referentes à sustentabilidade e responsabilidade corporativa.[31]

Relatório integrado

O Comitê Internacional para Relatórios Integrados (IIRC) foi lançado oficialmente em agosto de 2010 com o objetivo de criar uma estrutura de publicação para um modelo global de relatórios integrados que inclua objetivos estratégicos, governança e modelo de negócios de uma empresa, integrando informações financeiras e não financeiras, e que seja comparável entre mercados.[32] Os relatórios integrados fornecem informações relevantes sobre o desempenho financeiro e de ESG e ilustra os vínculos entre ambos. As empresas, por meio dos relatórios integrados, poderão demonstrar mais efetivamente como seu desempenho financeiro e não financeiro apoia a mudança para uma sociedade mais sustentável.

O IIRC realizou reuniões e consultas iniciais e hoje adota um programa piloto para auxiliar no desenvolvimento de uma plataforma para a elaboração de relatórios integrados. Ainda que algumas empresas já tenham estabelecido seus próprios programas, a elaboração de relatórios integrados ainda é incipiente. Como mercado, a África do Sul tomou a dianteira, obrigando a publicação de relatórios integrados, segundo o princípio "aplicar ou explicar".

Os relatórios integrados de qualidade agregariam valor e atenderiam à demanda do investidor por maior divulgação de dados de sustentabilidade; porém, devido ao estágio inicial do desenvolvimento dessa estrutura, alguns investidores aceitam a divulgação de relatórios de sustentabilidade de qualidade em separado. As bolsas e autoridades de listagem, por sua vez, podem incentivar a divulgação, e algumas indicam a possibilidade de uma norma futura para relatórios integrados. Conforme citam Robert Eccles e Mervyn King em seu trabalho, o papel desempenhado pela bolsa irá variar de acordo com as estruturas legais locais, seja para desenvolver e implementar um programa, incentivar o regulador a fazê-lo ou colaborar com as empresas, analistas, investidores e contadores na criação de um modelo local. Uma vez que a estrutura esteja pronta, a bolsa poderá apoiar a transição, postando os relatórios em seu website e oferecendo seminários para melhor entender os desafios envolvidos na elaboração de relatórios integrados, principalmente enquanto se busca identificar a sua relevância. Quanto mais dominante for o papel da bolsa, maior a probabilidade de adesão das empresas listadas.

Carbono como ponto de referência?

Dentre as questões socioambientais, a intensidade do carbono é a questão que inegavelmente ganhou maior proeminência entre governos, empresas e setores da sociedade civil. É uma questão que merece muita atenção, devido à gravidade dos riscos e pelo fato de que muitas empresas líderes passaram a divulgar dados relativos a emissões de carbono. Muitas adotaram algumas medidas para reduzir os níveis de emissão do grupo, ou passaram a estabelecer metas de redução, porém essas medidas foram em grande parte inadequadas.

Os riscos sistêmicos associados ao carbono são enormes. Em 2011, um estudo chamado 'Unburnable Carbon' (Carbono Não Queimável) revelou que, se a probabilidade do aquecimento ultrapassar 2°C fosse limitada a 20%, o mundo teria que se limitar a um orçamento de 565 $GtCO_2$ até 2050.[33] Porém, como as reservas fósseis globais conhecidas estão estimadas em 2795 $GtCO_2$, (ou seja, os ativos existentes representam cinco vezes o orçamento para 2050), as consequências para os valores de ativos são significativas. Na verdade, o estudo concluiu que somente as 100 maiores empresas listadas de carvão e as 100 maiores empresas listadas de petróleo e gás juntas representam emissões potenciais de 745 $GtCO_2$. Se a capacidade de queimar esses combustíveis tivesse de ser restringida uniformemente por todos os ativos, 80% dessas reservas não poderiam ser queimadas. Este é um risco sistêmico e os investidores podem acabar com 'ativos improdutivos', caso esta regra seja aplicada.

Essa questão claramente justifica a transparência em relação às reservas de combustíveis fósseis e ao potencial associado a emissões de CO_2 por empresas, além das emissões passadas e presentes. A gestão do impacto da mudança climática por empresas listadas em nível global demanda muitos recursos e atenção. O Carbon Disclosure Project avaliou níveis de divulgação de dados a respeito da mudança climática dentro do universo das 31 maiores bolsas de valores em dezembro de 2011. Concluiu que 54% das empresas listadas (avaliadas em termos de valor de mercado, em vez da quantidade de empresas) divulgaram dados relativos à mudança climática.[34] O nível de divulgação e sua qualidade apresentaram significativa variação em cada mercado e entre os diversos mercados. Oito bolsas apresentaram taxas de divulgação superior a 70%. Porém, a estatística por quantidade de empresas revela que o percentual dessas empresas (avaliadas em termos da quantidade e não de valor de mercado) que divulga dados relativos à mudança climática ainda é muito baixo.

Dados os riscos enormes associados a essa questão, e a necessidade de haver maior divulgação de dados relativos à mudança climática, justifica-se que o carbono seja a primeira questão ambiental que as bolsas de valores ou as autoridades de listagem em diversos mercados demandem divulgação contínua. Porém, outras questões socioambientais de alta importância, mas menos pesquisadas e conhecidas, não devem ser colocadas em segundo plano para que esse objetivo seja alcançado.

REFERÊNCIAS

1. The Sustainable Stock Exchange Initiative website: http://www.SSEinitiative.org accessed 8 March 2012

2. UNCTAD, 10 January 2012, The Future We Want, http://www.uncsd2012.org/rio20/content/documents/370The Future We Want 10Jan clean _no brackets.pdf accessed 8 March 2012

3. UNCTAD, 10 January 2012, The Future We Want, http://www.uncsd2012.org/rio20/content/documents/370The Future We Want 10Jan clean _no brackets.pdf

4. Earth Summit 2012 Towards agreement on a declaration for corporate sustainability reporting at Rio +20, Corporate Sustainability Reporting Coalition, September 2011 http://www.aviva.com/data/media-uploads/news/File/pdf/2011/aviva_earth_summit_2012.pdf accessed 8 March 2012

5. "A free option on the future: regulated securities exchanges beyond 2010"; Stephan Malherbe, Genesis Analytics; Siobhan Cleary, Johannesburg Stock Exchange; Nicky Newton-King, Johannesburg Stock Exchange. Published in 'Focus', no. 219, May 2011, by the World Federation of Exchanges. http://www. world-exchanges.org/focus/2011-05/m-2-1.php accessed 8 March 2012

6. Focus no 227 – January 2012, '2011 Aftermath'; World Federation of Exchanges. http://www.worldexchanges.org/focus/2012-01/m-1-1.php accessed 8 March 2012

7. John Carson: 'Self-Regulation in Securities Markets', January 2011: The World Bank Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group. http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2011/01/24/000158349_20110124091038/Rendered/PDF/WPS5542.pdf accessed 8 March 2012

8. World Federation of Exchanges Cost & Revenue Survey 2010 – November 2011. http://www.worldexchanges.org/files/statistics/excel/2010%20Cost%20&%20Revenue%20Survey_Final.pdf accessed 8 March 2012

9. World Federation of Exchanges Cost & Revenue Survey 2010 – November 2011. http://www.worldexchanges.org/files/statistics/excel/2010%20Cost%20&%20Revenue%20Survey_Final.pdf

10. BATS takeover of Chi-X Europe passes key test, Financial Times, 20 October 2011 http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b70b10cc-fae7-11e0-bebe00144feab49a.html#axzz1ms0pBaiJ accessed 8 March 2012

11. "A free option on the future: regulated securities exchanges beyond 2010"; Stephan Malherbe, Genesis Analytics; Siobhan Cleary, Johannesburg Stock Exchange; Nicky Newton-King, Johannesburg Stock Exchange. Published in 'Focus', no. 219, May 2011, by the World Federation of Exchanges. http://www.world-exchanges.org/focus/2011-05/m-2-1.php

12. Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies, SGX, June 2011 http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Sustainability_Reporting_Guide_and_Policy_Statement_2011.pdf accessed 8 March 2012

13. SEBI Board meeting press release, November 2011, http://www.sebi.gov.in/sebiweb/home/detail/22104/yes/PR-SEBI-Board-meeting accessed 8 March 2012

14. National Voluntary Guidelines on Social, Environmental & Economic Responsibilities of Business 2011, Ministry of Corporate Affairs, http://www.mca.gov.in/Ministry/latestnews/National_Voluntary_Guidelines_2011_12jul2011.pdf accessed 8 March 2012

15. Write up of the Sustainable Stock Exchanges 2010 Global Dialogue held at the World Investment Forum in Xiamen, September 2010 http://www.unpri.org/sustainablestockexchanges/conf2010/ accessed 8 March

2012

16. Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies, SGX, June 2011 http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Sustainability_Reporting_Guide_and_Policy_Statement_2011.pdf

17. How Third Party CSR Ratings Impact Share Price, Carbon49 blob, January 2012 http://www.carbon49.com/2012/01/how-third-party-csr-ratings-impact-share-price/ accessed 8 March 2012

18. Deutsche Börse launches information portal for sustainable securities/STOXX introduces Global ESG Leaders indices, April 2011 http://deutscheboerse.com/INTERNET/MR/mr_presse.nsf/maincontent/9728096B9096FE2BC125786F00437B22?Opendocument&lang=en&newstitle=deutscheboerselaunchesinformat&location=home& accessed 8 March 2012

19. Financial Short-Termism a Major Obstacle to Sustainable Change in Business: Expert Poll, Globescan, January 2012 http://www.globescan.com/news_archives/tss12_short_termism/ accessed 8 March 2012

20. Write up of the Sustainable Stock Exchanges 2010 Global Dialogue held at the World Investment Forum in Xiamen, September 2010 http://www.unpri.org/sustainablestockexchanges/conf2010/

21. BSE to launch green index from today, The Hindu Business Online, February 2012 http://www.thehindubusinessline.com/markets/stock-markets/article2916433.ece?ref=wl_opinion accessed 8 March 2012

22. Source: http://www.istockphoto.com/stock-photo-8662169-open-pit-coal-mining.php?st=f81a6cc

23. Ceres INCR website page on Working Groups http://www.ceres.org/incr/about/working-groups accessed 8 March 2012

24. Siddy D., 2009, Exchanges and Sustainable Investment, WFE, http://www.world-exchanges.org/sustainability/WFE-ESG.pdf accessed 8 March 2012

25. Voisin S. and Walker R., November 2009, Sustainable Stock Exchanges, Chevreux, http://www.unpri.org/files/Cheuvreux-SustainableExchanges231109.pdf accessed 8 March 2012

26. Morales R. and, van Tichelen E., 2010, Sustainable Stock Exchanges: Real Obstacles, Real Opportunities, http://www.responsibleresearch.com/Responsible_Research___Sustainable_Stock_Exchanges_2010.pdf accessed 8 March 2012

27. EIRIS, 2010, Sustainable Stock Exchanges: improving ESG standards among listed companies, http://www.eiris.org/files/researchpublications/SustainableStockExchanges2010.pdf accessed 8 March 2012

28. World Federation of Exchanges, September 2010, Exchanges, ESG and investment decisions, http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE ESG publication .pdf accessed 8 March 2011

29. IFC, June 2011, Assessing and Unlocking the Value of Emerging Market Sustainability Indices, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/fc+sustainability/publications/publications_report_assessingemergingmarketssustainabilityindices__wci__1319576622735 accessed 8 March 2011

30. Topping N. and Sokell D., December 2011, Climate Resilient Stock Exchanges – Beyond the Disclosure Tipping Point, Carbon Disclosure Project, https://www.cdproject.net/CDPResults/CDP-2011-climateresilient-stock-exchanges-white-paper.pdf accessed 8 March 2011

31. Corporate Governance Disclosure in Emerging Markets, December 2011 http://www.unctad.org/en/docs/diaeed2011d3_en.pdf accessed 8 March 2012

32. The International Integrated Reporting Committee website http://www.theiirc.org/about/the-work-plan/ accessed 8 March 2012

33. Leaton J., 2011, Unburnable Carbon – Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?, Carbon Tracker Initiative, http://www.carbontracker.org/wp-content/uploads/downloads/2011/07/Unburnable-Carbon-Full-rev2.pdf

34. Topping N. and Sokell D., December 2011, Climate Resilient Stock Exchanges – Beyond the Disclosure Tipping Point, Carbon Disclosure Project, https://www.cdproject.net/CDPResults/CDP-2011-climateresilient-stock-exchanges-white-paper.pdf

TERMOS E CONDIÇÕES E ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Este relatório/documento está sujeito aos seguintes termos e condições de uso. As informações contidas neste documento não devem ser entendidas como uma oferta ou pedido de compra e venda. Nenhuma das informações contidas neste documento é oficial de qualquer país. A Responsbile Research Pte Ltd produziu este relatório/documento para circulação privada e é destinado apenas a clientes profissionais. Este documento não é dirigido ou produzido para distribuição ou utilização por qualquer pessoa ou entidade específica, seja cidadão, residente ou esteja sediado em qualquer país onde a distribuição, publicação, disponibilidade ou utilização deste relatório/documento seja contrária às leis ou normas vigentes, ou no qual a Responsible Research ou suas afiliadas estejam sujeitas à exigência de registro ou licenciamento.

O conteúdo do presente relatório/documento é de propriedade exclusiva da Responsible Research Pte Ltd e é fornecido somente para uso pessoal e não comercial. O usuário deste relatório/documento se compromete a não utilizá-lo para qualquer finalidade considerada ilícita e a não reproduzi-lo ou redistribuí-lo fora de sua organização ou divulgá-lo em site de acesso público, sem o consentimento expresso por escrito da Responsible Research Pte Ltd., detentora dos direitos autorais de todo o conteúdo original deste relatório/documento. A Responsible Research Pte Ltd envidou todos os esforços para citar as fontes de informação, sempre que possível. Todas as informações e dados estatísticos contidos neste relatório/documento foram obtidos de fontes que acreditamos serem confiáveis. Essas informações não foram verificadas de forma independente e não oferecemos qualquer garantia quanto à sua exatidão, integridade ou precisão. Quaisquer opiniões ou estimativas contidas neste documento refletem o parecer da Responsible Research Pte Ltd na data de publicação do presente relatório/documento e estão sujeitas a alterações, a qualquer momento, sem aviso prévio. O material e as informações contidos neste relatório/documento foram produzidos e revisados pela Responsible Research Pte Ltd, a partir de informações a ela disponibilizadas. Foram envidados todos os esforços para assegurar a exatidão do conteúdo do relatório/documento durante a sua elaboração.

Este material é publicado a título de informação geral e nada nele constitui serviço de consultoria profissional ou qualquer compromisso vinculativo por parte da Responsible Research Pte Ltd. Apesar dos esforços envidados pela Responsible Research Pte Ltd para assegurar a exatidão do conteúdo, a Responsible Research Pte Ltd se isenta de qualquer responsabilidade ou obrigação em relação à utilização do conteúdo e não oferece qualquer garantia quanto à adequação, exatidão ou integridade de quaisquer informações aqui contidas ou que essas informações são transmitidas de forma oportuna ou completa. Da mesma forma, a Responsible Research Pte Ltd não oferece nenhuma garantia, expressa ou implícita, quanto ao presente relatório/documento e seu conteúdo, informações e materiais. As informações contidas neste relatório/documento são disponibilizadas da forma como estão. A Responsible Research Pte se isenta de todas as garantias, expressas ou implícitas, e de qualquer responsabilidade por perdas ou danos que possam direta ou indiretamente afetar qualquer pessoa com acesso ao material contido neste relatório/documento.

O presente relatório/documento não constitui pedido ou qualquer oferta de compra ou venda, e tem a finalidade tão somente de fornecer informação. Não se destina a prestar serviços de consultoria profissional ou fazer recomendações, nem leva em conta os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades de usuários individuais. Antes de tomar qualquer decisão sobre as informações contidas no presente relatório/documento, sugerimos analisar se este conteúdo apropriado para sua situação específica e, se for o caso, buscar consultoria profissional, incluindo o aconselhamento fiscal. A Responsible Research Pte Ltd não aceita qualquer responsabilidade e não se responsabiliza pela utilização ou confiança, por parte de qualquer pessoa, nas informações e opiniões contidas neste documento. Na medida do permitido pelas leis e normas de valores mobiliários vigentes, a Responsible Research Pte Ltd não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou consequencial decorrente da utilização do presente relatório/documento ou o seu conteúdo. Ao acessar as informações contidas neste relatório/documento, o usuário concorda que a presente isenção de responsabilidade é total e abrangente e se aplica a danos de qualquer espécie, incluindo, sem limitação, danos diretos, indiretos, compensatórios, especiais, múltiplos, incidentais, punitivos e consequenciais.