



**UNIRIO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (UNIRIO)

**FERNANDO D'AMBROS LUCCHESI**

**A INFLUÊNCIA DA AGENDA ASG NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

RIO DE JANEIRO

2022

FERNANDO D'AMBROS LUCCHESI

**A INFLUÊNCIA DA AGENDA ASG NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito do Centro de Ciências Jurídicas e Políticas da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Mestre Roberto Trindade

Rio de Janeiro

2022

## RESUMO

A agenda ASG refere-se aos fatores ambiental, social e de governança corporativa de uma companhia e como esses fatores são conduzidos no desenvolvimento de seus negócios. Este movimento tem ganhado importância no mercado de capitais devido a uma busca por investimentos sustentáveis, como resultado de um “capitalismo consciente”. Conseqüentemente, tem se destacado o papel da atividade regulatória sobre a promoção dessa agenda. O presente estudo apresenta um histórico da agenda ASG e relaciona as principais normas internacionais atualmente existentes sobre o assunto. Além disso, faz uma análise crítica sobre o impacto dessa transformação sobre o direito regulatório, mais especificamente a regulação do mercado de capitais brasileiro a cargo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como aspectos relacionados presentes na legislação societária. Ainda, são apresentadas as principais críticas e controvérsias em torno do tema, como os problemas relativos à falta de padronização e comparabilidade das informações ASG e o abuso do tema para mascarar falsas ações de sustentabilidade, o *greenwashing*. Chega-se à conclusão que o movimento ASG não é passageiro e tem se consolidado como aspecto inerente ao mercado de capitais, sendo que, após um primeiro momento de profusão de padrões e regulamentos diversos, o momento atual é de consolidação das normas e tentativa de resolução dos problemas apontados. Além disso, é apontado que o ASG pode se tornar uma vantagem competitiva para as companhias sob determinadas circunstâncias e que a regulação ASG no mercado de capitais brasileiro, a cargo da CVM, tem tomado um rumo que parece ser o mais coerente.

Palavras-chave: Regulação. Direito Regulatório. Mercado de Capitais. ASG.

## ABSTRACT

The ESG agenda refers to a company's environmental, social and corporate governance factors and how these factors are driven in the development of its business. This movement has gained importance in the capital market due to the demand for sustainable investments, as a result of “conscious capitalism”. Consequently, the role of regulatory activity in promoting this agenda has been highlighted. The current study presents a history of the ESG agenda and lists the main international standards currently existing on the subject. In addition, it makes a critical analysis of the impact of this transformation on regulatory law, more specifically the regulation of the Brazilian capital market under the responsibility of the Securities and Exchange Commission of Brazil (Comissão de Valores Mobiliários - CVM), as well as related aspects present in corporate law. Also, the main criticisms and controversies around the topic are presented, such as the problems related to the lack of standardization and comparability of ESG information and the abuse of the topic to mask false sustainability actions, known as greenwashing. The conclusion is that the ESG movement is not temporary and has been consolidated as an inherent feature of the capital market, and that, after a first moment of profusion of different standards and regulations, the current moment is one of consolidation of norms and an attempt to resolution of the identified problems. In addition, it points out that the ESG can become a competitive advantage for companies under certain circumstances and that the ESG regulation in the Brazilian capital market, in charge of the CVM, has taken a path that seems to be the most coherent.

Keywords: Regulation. Regulatory Law. Capital market. ESG.

## SUMARIO

1.	Introdução.....	5
2.	Contexto Histórico e Definição.....	7
2.1.	O “A” de Ambiental.....	11
2.1.1.	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).....	12
2.2.	O “S” de Social.....	13
2.3.	O “G” de Governança.....	14
3.	Taxonomias e Normas.....	16
3.1.	Global Reporting Initiative (GRI).....	18
3.2.	Sustainability Accounting Standards Board (SASB).....	18
3.3.	União Europeia.....	19
3.3.1.	Taxonomia de finanças sustentáveis na União Europeia.....	20
3.3.2.	Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).....	21
3.3.3.	Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).....	22
3.4.	TCFD - Task Force on Climate-related Financial Disclosures.....	23
3.5.	Iniciativas Nacionais.....	24
3.5.1.	Taxonomia Verde – Febraban.....	24
3.6.	Principais Vantagens e Desafios.....	26
4.	ASG e o Direito.....	28
4.1.	Transformações no Direito Regulatório.....	30
4.2.	Análise de Impacto Regulatório.....	31
4.2.1.	Possíveis impactos de uma regulação ASG.....	33
4.3.	A Legislação Societária Brasileira.....	34
4.4.	A CVM e o mercado de capitais.....	36
4.5.	Regulações experimentais – Sandbox.....	39
5.	As controvérsias sobre o tema ASG.....	42
5.1.	O dever fiduciário dos administradores frente ao ASG.....	42
5.2.	A Crítica de Damodaran.....	46
5.3.	Greenwashing.....	47
5.3.1.	A relação entre performance sustentável e comunicação sustentável.....	50
6.	Conclusão.....	52
7.	Referências:.....	56

## 1. Introdução

Nas últimas décadas, e especialmente nos últimos anos, a economia mundial tem passado por transformações que, diferentemente dos movimentos de expansão e contração dos ciclos econômicos, representam mudanças permanentes de paradigmas. O capitalismo, atualmente, está vivendo uma nova fase, que poderia defini-lo como de capitalismo sustentável ou capitalismo consciente. Trata-se de uma nova realidade em que a decisão de consumo vai além do preço, e o investimento financeiro busca algo além do retorno. Esta transformação, que já vinha impulsionada principalmente pela intensificação das mudanças climáticas, sofreu uma maior aceleração com a chegada da pandemia da Covid-19, em que ficou claro que a disrupção de ecossistemas pode trazer consequências graves para os seres humanos, com a rápida propagação de novos vírus, bem como ganhou força a preocupação com os aspectos sociais nos negócios e nas relações de trabalho, em momentos que muitas empresas se viram obrigadas a reduzir ou mesmo fechar as portas.

Subvertendo a lógica liberal de que o objetivo de uma companhia é maximizar o lucro para seus acionistas, neste novo capitalismo os aspectos socioambientais devem ser levados em consideração em paralelo aos aspectos econômicos e financeiros. A sustentabilidade se apresenta como vantagem competitiva no longo prazo, considerando que, por conta das transformações ambientais, quem não se adaptar estará “fora do jogo” em um futuro próximo. Porém, ainda que se tenha que abrir mão de uma parte da rentabilidade para aumentar a performance sustentável, isto é visto como o certo a se fazer.

É neste contexto que ganha força a agenda ASG, representando os aspectos ambientais, sociais e de governança a serem considerados no âmbito das companhias e seus negócios. A promoção desta agenda traz um desafio para o ambiente regulatório, uma vez que o principal fator de observação do ASG é por meio de relatórios e da prestação de informações (“*disclosure*”) pelas companhias a esse respeito. Portanto, o intuito deste trabalho é averiguar o impacto que a agenda ASG traz sobre o direito regulatório do mercado de capitais.

Um estudo exploratório desenvolvido pela COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2022) levantou junto a investidores, considerações a respeito da temática ASG. Enquanto 64% dos respondentes afirmaram que consideram os critérios ASG na escolha dos seus investimentos, somente 41% declararam que direcionam a maior parte dos seus investimentos para opções que indicam atender a tais critérios. Dentre os motivos elencados para não considerar os fatores ASG,

os mais votados foram a “*falta de confiança nas informações divulgadas*” e a “*dificuldade para obter informações*”. Embora o resultado do estudo venha de uma amostra bem pequena, de 263 respondentes, ele reflete de maneira bem próxima a situação do ASG nos mercados de capitais atualmente. Aponta ainda a CVM no documento que “*no que diz respeito a confiabilidade das informações ASG, os respondentes destacaram a importância do órgão regulador realizar um controle rígido das informações divulgadas*”, reforçando, portanto, a relevância do presente trabalho.

O presente trabalho está dividido da seguinte maneira. O capítulo 2 apresenta um contexto histórico da agenda ASG, além de uma breve definição de cada um dos fatores que a compõe, ambiental, social e governança. O capítulo 3 traz a descrição das principais taxonomias e regulamentos em vigor atualmente no mundo. No capítulo 4 é elaborada uma análise de como o ASG se relaciona com o Direito Regulatório, principalmente no cenário brasileiro, incluindo ainda comentários sobre a legislação societária pátria e como o assunto tem sido tratado pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável pela regulação do mercado de capitais. O capítulo 5 traz as principais controvérsias e críticas ao movimento ASG, que estão relacionadas à aparente falta de aplicabilidade prática de algumas métricas, à falta de sua padronização e comparabilidade, à ausência de sua relação com a performance econômica e ainda ao abuso da comunicação sustentável, em especial o chamado *greenwashing*. Por fim, o capítulo 6 traz a conclusão do estudo, demonstrando o momento atual da agenda ASG, como ela pode se traduzir em vantagens competitivas, os principais desafios a serem enfrentados e como a atividade regulatória deve abordar o tema, especialmente no Brasil.

De forma a facilitar a compreensão, o vocábulo companhia, normalmente utilizado para definir sociedades anônimas, especialmente aquelas de capital aberto, foi utilizado neste trabalho de forma mais genérica para todas as sociedades empresariais. Embora o foco do estudo seja, de fato, a regulação do mercado de capitais, alguns conceitos podem abranger sociedades de outra espécie, porém optou-se pelo uso de uma palavra única, sem que fosse prejudicada a precisão do conteúdo.

## 2. Contexto Histórico e Definição

A sigla ASG que representa a conjunção dos fatores Ambiental, Social e de Governança é uma tradução literal da sigla ESG, que na língua inglesa representa *Environmental, Social and Governance*. A origem da sigla remonta a um documento publicado em 2004 pelo Pacto Global da Organização das Nações Unidas (ONU), em parceria com o Banco Mundial, intitulado “Who Cares Wins”. O objetivo desta publicação, provocada pelo secretário-geral da ONU Kofi Annan, era instigar os agentes do mercado de capitais (companhias, investidores institucionais, analistas de investimento, bolsas de valores, instituições financeiras) a incorporar métricas relativas a esses três fatores na análise e tomada de decisão relativa a investimentos. Deste trabalho, resultaram uma série de recomendações de integração do ESG no mundo dos investimentos, conforme diagrama abaixo, e serviu como o pontapé inicial para outras iniciativas sobre o assunto.



Fonte: The Global Compact (2004)

O objetivo da agenda ESG era mobilizar os diversos agentes de mercado (“stakeholders”) a aprimorar a prestação de informação e a tomada de decisão em atividades de investimento, levando em consideração outros aspectos que vão além da rentabilidade e retorno financeiro. Como, por exemplo, no diagrama acima, caberia a analistas e corretores incorporar fatores ASG



em suas pesquisas e análises, e aos reguladores de mercado implementar normas padronizadoras de prestação de informações a respeito desses fatores.

Com base nesse primeiro documento, surgiram várias iniciativas na tentativa de levar a agenda ASG adiante, dentre as quais podemos destacar o PRI – Princípios para o Investimento Responsável, um programa de parceria entre instituições e investidores internacionais e o Pacto Global da ONU, com o objetivo de colocar em prática os 6 princípios destacados abaixo:

- 1) Incorporaremos os temas ESG às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão.
- 2) Seremos proativos e incorporaremos os temas ESG às nossas políticas e práticas de propriedade de ativos.
- 3) Buscaremos sempre fazer com que as entidades nas quais investimos divulguem suas ações relacionadas aos temas ESG.
- 4) Promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios dentro do setor do investimento.
- 5) Trabalharemos unidos para ampliar a eficácia na implementação dos Princípios.
- 6) Cada um de nós divulgará relatórios sobre atividades e progresso da implementação dos Princípios.

Lançado em 2006, o PRI conta atualmente com mais de 3 mil signatários, os quais possuem mais de 100 trilhões de dólares sob gestão, sendo uma das principais referências da agenda de sustentabilidade no mercado financeiro. “*Ao assinar os Princípios, nós, como investidores, nos comprometemos publicamente a adotá-los e implementá-los, sempre que se relacionarem com nossas responsabilidades fiduciárias*” é o termo firmado pelos signatários na adoção do PRI.

Pode-se citar, ainda, outras iniciativas de alcance global como o *Global Reporting Initiative* (GRI) e o *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), ambos focados na criação de padrões de divulgação de informações, com o objetivo de aumentar a transparência sobre práticas de sustentabilidade e seus impactos. O GRI foi uma das primeiras iniciativas para padronizar o reporte de informações dessa espécie, focado principalmente em questões ambientais, enquanto o SASB, mais recente, já foi criada tendo em vista a conjunção dos três fatores em uma única direção. Na próxima seção deste trabalho serão abordados as principais taxonomias e padronizações de divulgação de informação sobre o tema.

O movimento de valorização dos aspectos ASG representou uma mudança de paradigma em relação à doutrina liberal, fortalecida desde a década de 70, simbolizada pelo pensamento do economista Milton Friedman, segundo o qual, a responsabilidade social de um negócio é aumentar seus lucros (tradução livre de “*the social responsibility of business is to increase its profit*”). Em artigo publicado em 1970 no jornal New York Times, Friedman analisou a responsabilidade social das companhias, que na época começava a ser discutida no âmbito corporativo, e argumentava que um executivo se tratava de um empregado dos donos da companhia, e que sua responsabilidade era a de conduzir os negócios de acordo com os desejos de tais empresários, que normalmente resumiam-se em ganhar o máximo de dinheiro possível, respeitando as regras básicas da sociedade, incluindo as leis e a ética vigente. No artigo, o papel do executivo era assim definido:

What does it mean to say that the corporate executive has a “social responsibility” in his capacity as businessman? If this statement is not pure rhetoric, it must mean that he is to act in some way that is not in the interest of his employers. For example, that he is to refrain from increasing the price of the product in order to contribute to the social objective of preventing inflation, even though a price increase would be in the best interests of the corporation. Or that he is to make expenditures on reducing pollution beyond the amount that is in the best interests of the corporation or that is required by law in order to contribute to the social objective of improving the environment. Or that, at the expense of corporate profits, he is to hire “hard core” unemployed instead of better qualified available workmen to contribute to the social objective of reducing poverty.

Assim, segundo essa corrente de pensamento, os administradores das companhias não deveriam jamais tomar decisões, relacionadas aos negócios, que tivessem por base uma razão social ou ambiental, que tivesse um impacto negativo na rentabilidade ou na produtividade, pois estaria indo na direção contrária aos interesses dos acionistas, ou os donos do negócio. De acordo com Friedman, agindo dessa maneira, os administradores estariam tirando dinheiro dos acionistas, dos empregados e de seus clientes (como uma forma de taxaço) para destinar às causas que eles entendessem justificáveis, quando seria melhor que cada um desses agentes tivesse esse dinheiro para tomar suas decisões.

Entretanto, um dos princípios para tal doutrina é a de que os acionistas têm a expectativa de maximização do lucro acima de qualquer outro interesse, o que nem sempre é o caso. Nas últimas décadas, vem crescendo a preocupação dos investidores na alocação “consciente” do capital, especialmente em relação a questões ambientais. Um marco dessa mudança de pensamento foi a carta de Larry Fink, CEO da BlackRock, a maior gestora de ativos do mundo, publicada em janeiro de 2020. A BlackRock possui quase 10 trilhões de dólares sob sua gestão (US\$ 9,5 trilhões em outubro de 2021) e constitui um acionista relevante nas maiores companhias do mundo. A carta,

publicada anualmente, costuma trazer as diretrizes de investimento que a gestora adota e pretende adotar e, na edição de janeiro de 2020, o ESG apareceu como um dos principais pontos a serem considerados na tomada de decisões. A partir dali, as cartas da BlackRock nos anos subsequentes passaram a ter o ASG como tema principal na decisão de investimentos.

Segundo Fink, a consciência está mudando rapidamente e estamos à beira de uma reformulação fundamental das finanças (“*awareness is rapidly changing, and I believe we are on the edge of a fundamental reshaping of finance*”). Argumenta ainda que a evidência sobre o risco climático está levando os investidores a reavaliar as principais premissas sobre finanças, e informa que a BlackRock está adotando diversas iniciativas para colocar a sustentabilidade no centro da sua filosofia de investimento. O executivo adota um tom pragmático ao dizer que todos os governos, companhias e acionistas devem confrontar as mudanças climáticas e destaca os avanços que vêm sendo trazidos em relação ao *disclosure* de informações sobre os impactos ambientais de cada negócio. Larry Fink afirma, ainda, que a BlackRock estará cada vez mais disposta a votar contra a administração das companhias quando não estiverem fazendo progresso suficiente nas divulgações relacionadas à sustentabilidade e nas práticas e planos de negócios subjacentes às mesmas, citando que, em 2019, a gestora votou contra ou se absteve de votar em 4.800 conselheiros de administração em 2.700 companhias diferentes.

Portanto, a “responsabilidade social” criticada por Friedman já tomou contornos diferentes, pois não se trata mais de um ato voluntário dos administradores em benefício de interesses próprios. O que vemos hoje, é um crescente ativismo por parte dos próprios acionistas que demandam um direcionamento dos negócios de forma a levar em consideração, principalmente, os impactos no meio ambiente, mas também questões sociais e de governança.

De acordo com NAGANO et al (2013), “*a pressão externa pela divulgação das informações não financeiras não aconteceu somente pela preocupação da sociedade em relação ao desenvolvimento sustentável*”. As mudanças ocorridas na maneira de fazer negócios, cada vez mais globalizada, e a crescente variedade de partes interessadas (*stakeholders*) tornaram insuficientes as informações financeiras tradicionalmente divulgadas pelas companhias. Considerando que, além dos ativos financeiros e fixos, cada vez mais os ativos intangíveis passaram a entrar na conta do valor da companhia, para que o desempenho corporativo pudesse ser analisado e avaliado com maior precisão, a divulgação de informações mais amplas, principalmente a respeito do impacto social e ambiental, passou a ser exigida com mais frequência.

A seguir serão descritos cada um dos fatores que compõe este tripé, sendo que, atualmente, o foco recai sobre aspectos ambientais, principalmente devido às mudanças climáticas que possuem efeitos generalizados sobre todas indústrias e regiões do mundo. A tabela abaixo lista elementos que podem ser associados a cada um dos três fatores.

<b>Ambiental</b>	Uso de recursos naturais	Emissão de carbono	Eficiência Energética	Poluição	Tecnologia limpa
<b>Social</b>	Políticas e relações de trabalho	Política de inclusão e diversidade	Treinamento da força de trabalho	Direitos humanos	Privacidade e segurança de dados
<b>Governança</b>	Independência do conselho	Diversidade na composição do conselho de administração	Remuneração do conselho de administração	Ética	Transparência

*Fonte: ANBIMA (2020)*

## 2.1. O “A” de Ambiental

De todos os fatores ASG, o que mais sobressai quando se fala no assunto é a questão ambiental. Por ser o fator de maior peso, os conceitos de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável acabaram incorporando os demais fatores, e são amplamente utilizados como uma referência para os fatores ASG, como, por exemplo, na aplicação das expressões “finanças sustentáveis” ou “economia sustentável”.

É difícil precisar o início da preocupação do ser humano com a preservação do meio ambiente, pois há registros desse caráter desde o começo da civilização. Entretanto, este processo se intensificou após a Revolução Industrial, no século XIX, quando o impacto da atividade humana na natureza começou a ser percebido com maior facilidade. Já o ambientalismo moderno, como conhecemos nos dias de hoje, teve início na década de 60, em um cenário de retomada do desenvolvimento econômico, após duas guerras mundiais, em meio a um crescimento populacional acelerado, que começaram a acender um sinal de alerta para os impactos da civilização humana sobre o planeta.

Podemos citar como marco temporal a Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente Humano, também conhecida como Conferência de Estocolmo, realizada em 1972 na Suécia. Durante a conferência, os países participantes acabaram se dividindo em 2 grandes blocos: “desenvolvidos” e “em desenvolvimento”. A principal discussão entre esses grupos era que o aumento do desenvolvimento industrial e agrícola invariavelmente geraria poluição, e os países

que ainda não tinham atingido um grau elevado de industrialização não poderiam ser penalizados nesse momento por ainda não terem alcançado essa etapa.

Um resultado desta Conferência foi a criação da Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento, que produziu, em 1987, um Relatório intitulado “Nosso Futuro Comum” (também conhecido como “Relatório Brundtland”), que ficou famoso por “criar” o conceito de desenvolvimento sustentável, segundo o qual as gerações atuais não devem utilizar os recursos naturais de maneira tão intensa que modo a gerar escassez para as gerações futuras. A proposta do desenvolvimento sustentável é utilizar os recursos naturais ao mesmo tempo em que se trabalha para que esses recursos sejam recuperados, especialmente os renováveis.

20 anos após o primeiro encontro, foi convocada uma nova conferência, em 1992 no Rio de Janeiro. Chamada agora de “Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento”, contou com a presença dos Chefes de Estado dos maiores países, e nela foram assinados alguns documentos importantes como a Declaração das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento e a Convenção das Nações Unidas sobre Mudanças Climáticas. Da Convenção-Quadro, que estabelece normas gerais, originam-se protocolos adicionais que regulam temas específicos, como é o caso do Protocolo de Kyoto, que estabeleceu metas de redução para a emissão de gases do efeito estufa. Muito controverso, o Protocolo foi discutido e rediscutido diversas vezes, sem nunca ter sido posto em prática, e acabou sendo substituído pelo o Acordo de Paris, assinado em 2015, pela maioria absoluta dos países.

Portanto, quando se fala em fatores ambientais na análise de investimentos, a principal preocupação será relacionada às emissões de carbono, e demais gases do efeito estufa. Embora as atividades empresariais sejam passíveis de uma variada gama de impactos no meio ambiente, como poluição do ar, poluição sonora, contaminação de recursos hídricos, dentre outros, o foco estará no efeito estufa, principal causador das mudanças climáticas, e um efeito que, ao contrário da maioria dos demais impactos, atravessa fronteiras e tem alcance global, sendo impossível isolar e conter um determinado efeito negativo.

### **2.1.1. Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)**

Durante a Assembleia Geral das Nações Unidas em 2015 foram aprovados os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODSs), um grupo de 17 objetivos interconectados a serem atingidos até 2030 e constituem “*um apelo global à ação para acabar com a pobreza, proteger o meio*

*ambiente e o clima e garantir que as pessoas, em todos os lugares, possam desfrutar de paz e de prosperidade*<sup>1</sup>. Como são inter-relacionados, quase todos objetivos podem ser referenciados à agenda ASG, porém podemos destacar dentre eles, principalmente em relação à questão ambiental, os seguintes:

- 6) Água Potável e Saneamento
- 7) Energia Limpa e Acessível
- 12) Consumo e Produção Responsáveis
- 13) Ação Contra a Mudança Global do Clima

Cada um dos objetivos desdobra-se em metas e índices específicos que permitem acompanhar e mensurar o atingimento dos objetivos. Embora tais objetivos tenham sido criados sob uma perspectiva macro, em um contexto supranacional, estes podem servir como uma referência para o estabelecimento de metas ASG no ambiente microeconômico de uma companhia.

## **2.2. O “S” de Social**

A vertente social do ASG também pode ser identificada como “responsabilidade social” ou “responsabilidade social corporativa” e está intimamente ligada com os temas de diversidade e inclusão social, sendo que muitas vezes o tema de responsabilidade social abrange também questões ambientais, por estas estarem intimamente ligadas aos impactos nas comunidades habitantes das localidades em que as companhias desenvolvem seus negócios. Por este motivo é difícil separar o histórico dos fatores sociais daqueles ambientais, conforme apresentado no tópico anterior.

A Responsabilidade Social Corporativa é um conceito de gestão pelo qual as companhias integram preocupações sociais (e ambientais) em suas operações de negócios e interações com seus *stakeholders*. A abordagem contemporânea em relação à responsabilidade social concentra-se no conceito do “triple bottom line”, ou tripé de sustentabilidade, desenvolvido na década de 1990 por John Elkington, autoridade mundial quando o assunto é responsabilidade social e desenvolvimento sustentável. Essa abordagem dá igual peso às dimensões econômica, ambiental e social, caracterizadas pelos 3P’s: People (pessoas), Planet (planeta) e Profits (lucros), considerando que

---

<sup>1</sup>NAÇÕES UNIDAS. Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>. Acesso em : 12/07/2022

só há sucesso se houver equilíbrio entre os três pilares. Pelo fato de considerar também a questão econômica, este tipo de abordagem se diferencia de uma simples caridade ou filantropia, e deve atender às expectativas dos acionistas e demais *stakeholders*. A premissa básica é que a responsabilidade social seja incorporada voluntariamente na gestão estratégica das companhias, traduzindo-se em uma vantagem competitiva para quem a adotar.

Conforme REDECKER e TRINDADE (2021), “*as práticas sociais podem ser vistas como uma atuação empresarial que busca atender aos anseios da sociedade onde está inserida*”. Cita-se como exemplo dessas práticas o investimento intelectual e cultural em seus empregados, como forma de reconhecimento do seu valor. Concluem as autoras que a atuação social das companhias busca: “(i) *assegurar a igualdade e respeito pelos direitos humanos a todos indivíduos da sociedade, (ii) promover uma sociedade justa com inclusão social e foco na extinção da pobreza, (iii) evitar qualquer forma de exploração humana, e (iv) procurar o bem das comunidades de forma geral.*”

### 2.3. O “G” de Governança

A Governança, ou mais especificamente a Governança Corporativa, é, dentre os três fatores, o mais consolidado em termos de normas e regulamentos, e adoção de boas práticas pelas companhias. Para um entendimento amplo do conceito de governança, é importante destacar a Teoria da Firma, elaborada por JENSEN e MECKLING (1976), mais especificamente no conflito principal-agente, ou seja, entre os sócios de uma companhia (principal) e seus administradores (agentes). Segundo os autores<sup>2</sup>, “*se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal*” e, nestes casos, o principal pode adotar mecanismos que limite as divergências de seu interesse estabelecendo incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento. Estes mecanismos compõem o cerne do que chamamos Governança Corporativa.

De acordo com REDECKER e TRINDADE (2021), o surgimento das medidas de governança foi “*consequência direta do crescimento das corporações, da diluição do seu controle e da dispersão de capital das empresas, que eram gerenciadas inicialmente por familiares e poucos*

---

<sup>2</sup> “*If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities, of the agent.*”

acionistas”, e ganhou tração “*pela necessidade de melhoria na qualidade de gestão, administração e responsabilidade das organizações, de uma maior eficiência e de simetria nas informações entre todos os seus agentes*”. O clamor pela adoção de medidas cada vez mais estritas foi intensificado pela ocorrência de escândalos corporativos, entre as décadas de 1980 e 1990, de *insider trading* (negociação de ações com base em informação privilegiada), fraudes contábeis, abuso do poder de controle, dentre outros.

No contexto nacional, há uma forte tradição de companhias de controle familiar ainda hoje, porém as práticas de governança começaram a ganhar força na década de 1970 com o desenvolvimento do mercado de capitais e a promulgação da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), e a conseqüente busca de proteção aos acionistas minoritários. Uma nova onda de consolidação das regras de governança corporativa no Brasil se deu na década de 1990 com as privatizações de grandes empresas estatais, casos em que “*as questões de governança corporativa ganharam maior relevo, uma vez que, dada a inevitável separação entre controle e gestão, novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores passaram a ser desenhados pelos acionistas controladores*” (BORGES e SERRÃO, 2005).

Segundo o Código das melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015) são 4 os princípios básicos que permeiam todas as práticas recomendáveis de governança:

**Transparência** – Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização;

**Equidade** – Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas;

**Prestação de contas (*accountability*)** – Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as conseqüências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis;

**Responsabilidade corporativa** – Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

A governança, portanto, parece ter sido incluída no tripé do ASG para dar mais robustez ao movimento e impulsionar os outros 2 fatores, uma vez que, como será exposto adiante, já era por si só um tópico de extrema relevância no mercado de capitais, e sua regulação.



### 3. Taxonomias e Normas

Podemos definir taxonomia como um método de classificação e categorização das informações relativas a meio ambiente, aspectos sociais e de governança corporativa, de forma a dar transparência sobre o comportamento de uma companhia, que está acessando o mercado de capitais, nestes quesitos. O diagrama abaixo apresenta os principais objetivos da taxonomia em finanças sustentáveis.



Fonte: FIBRAS (2021)

Um dos principais desafios na aplicação prática da agenda ASG está no desenvolvimento de uma taxonomia única, que possa estabelecer um padrão, com uma harmonização do entendimento do que pode ser considerado sustentável ou não, e permitir comparações entre investimentos disponíveis em diversos mercados. De acordo com o trabalho da FIBRAS (2021), “ainda não há uma taxonomia globalmente aceita sobre o que é sustentável”. Destaca-se ainda que:

A taxonomia pretende identificar, de forma clara e inequívoca, uma lista de projetos e atividades, com suas respectivas métricas, cobrindo aspectos sociais, ambientais e

econômicos alinhados à busca pela implementação de propósitos disciplinados em um ou mais [Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS)].

É inequívoca a preocupação com o alinhamento das diversas taxonomias que estão surgindo nos diferentes países, regiões e instituições. A diversidade de regramentos pode comprometer a simetria de informação nos mercados, gerar falhas de mercado e aumentar custos de transação. Algo que tenha sido criado com o intuito de fomentar investimentos em determinada região, pode acabar tendo o efeito inverso, “*caso o ‘capital’ encontre uma taxonomia mais ‘atrativa’ do que a outra*”. Por este motivo, é necessário que toda nova taxonomia que venha a ser criada, deve levar em consideração o panorama existente, além de ser necessário um trabalho de convergência entre os regulamentos existentes. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) começou a desenvolver um trabalho neste sentido, como abordado abaixo.

Embora exista uma tendência atual de estabelecer taxonomias binárias, em que a atividade avaliada enquadra-se ou não na classificação, esse tipo de sistema não é favorável para alguns setores econômicos ou economias que “*precisam de um plano de transição para se tornarem sustentáveis*”, sendo necessária uma “gama de cores”, sendo consideradas taxonomias cinzas (*grey taxonomy*) ou marrons (*brown taxonomy*).

Sob a perspectiva de quem as elabora, as taxonomias sustentáveis podem ser criadas por autoridades públicas, como reguladores ou legisladores, ou pelo próprio mercado (por meio de organizações privadas ou de autorregulação, por exemplo). Além disso, seu atendimento pode ser de natureza mandatória ou voluntária. Ademais, podem ter um escopo de aplicação mais amplo, ao abarcar a economia como um todo, ou circunscrito a determinados nichos e propósitos. (FIBRAS, 2021)

Além das taxonomias, que estão voltadas para a classificação das atividades econômicas, existem também uma série de padrões e normas (“*standards*”) relativos a confecção de relatórios e prestação de informações relacionados a sustentabilidade e fatores ASG. Tais normas estão mais preocupadas em fornecer uma estrutura conceitual padronizada de como as informações devem ser coletadas, mensuradas e apresentadas, de forma que possam ser comparáveis e úteis ao público a que se destina. É possível observar que, após um primeiro período em que proliferaram as criações de normas e taxonomias, hoje já há um movimento de consolidação, com a busca de estabelecer padrões únicos que possam ser aplicados de forma abrangente.

Abaixo serão apresentadas as principais taxonomias e normas de ASG existentes hoje no mundo, e algumas iniciativas nacionais.

### 3.1. Global Reporting Initiative (GRI)

Fundada em 1997, a Global Reporting Initiative (GRI) é uma organização internacional e independente, representando uma das primeiras iniciativas destinadas a criar uma padronização na divulgação de informações relativas a sustentabilidade por companhias e demais organizações. O primeiro conjunto de normas foi publicado no ano 2000, tendo sido frequentemente atualizadas desde então. Por ser o padrão mais antigo, é atualmente o protocolo mais utilizado no mundo em relação a divulgações sociais e ambientais, contando com a adesão de dois terços das maiores companhias do mundo, de acordo com pesquisa elaborada pela KPMG<sup>3</sup>.

As normas GRI foram desenvolvidas como um conjunto de normas individuais interconectadas, divididas em 3 séries: as normas universais, que se aplicam a todas organizações, as normas setoriais, específicas para cada setor de atividade, e as normas relativas a divulgações de tópicos específicos. As normas seguem uma estrutura de árvore conceitual, sendo que a primeira delas, chamada “Fundamentos” estabelece os princípios que devem ser considerados na confecção dos relatórios de sustentabilidade. Dentre os princípios ali definidos podemos citar, relacionados ao conteúdo, a necessidade de identificação dos *stakeholders* e como está atendendo os interesses dessas partes, a descrição do desempenho da entidade no contexto amplo de sustentabilidade, além de princípios voltados para a qualidade, como exatidão, clareza, comparabilidade e confiabilidade, entre outros.

De acordo com o mais recente Relatório Anual do GRI<sup>4</sup>, publicado com base no ano de 2020, o objetivo final da instituição é contribuir para um desenvolvimento global sustentável e que o uso de suas normas possa ajudar a trazer mais conscientização e transparência sobre os impactos relacionados à sustentabilidade de entidades que emitem relatórios ao redor mundo.

### 3.2. Sustainability Accounting Standards Board (SASB)

De forma semelhante ao GRI o Sustainability Accounting Standards Board (SASB) é uma organização sem fins lucrativos, fundada em 2011, com o objetivo de servir de referência para a

---

<sup>3</sup> KPMG. The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020. 2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>. Acesso em 01/07/2022.

<sup>4</sup>GRI. Annual Report 2020. Disponível em: [annual-sustainability-report-2020.pdf \(globalreporting.org\)](https://www.globalreporting.org/annual-sustainability-report-2020.pdf)

produção de relatórios de sustentabilidade. A ideia inicial era se estabelecer como padrão neste tipo de reporte, da mesma forma, e utilizando a mesma estrutura de governança, que o Financial Accounting Standards Board (FASB) e o International Accounting Standards Board (IASB) responsáveis pelo estabelecimento dos padrões de elaboração de demonstrações financeiras International Financial Reporting Standards (IFRS) e Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), utilizados na maior parte do mundo e nos Estados Unidos, respectivamente.

A estrutura de normas do SASB segue um modelo parecido ao do GRI, possuindo alguns princípios básicos, além de normas específicas para determinados setores e indústrias. Entretanto, embora possam parecer estar concorrendo entre si, as instituições afirmam que se tratam de estruturas complementares. Em uma entrevista concedida em 2018<sup>5</sup>, o CEO do GRI à época Tim Mohin, afirmou que “o GRI analisa os impactos da companhia no mundo e o SASB analisa os impactos do mundo na companhia”, sendo a principal diferença entre eles a audiência final: enquanto a GRI apresenta informações de forma mais ampla, para um público mais abrangente, o SASB é focado em profissionais de finanças que precisam buscar informações padronizadas sobre métricas de sustentabilidade que podem afetar os resultados financeiros das companhias.

Em junho de 2021, o SASB anunciou sua fusão com o International Integrated Reporting Council (IIRC), uma organização semelhante, responsável pela criação do padrão de Relato Integrado (Integrated Reporting – IR), criando assim a Value Reporting Foundation, que passou a supervisionar as duas estruturas normativas. Mais recentemente, foi anunciado que o International Sustainability Standards Board (ISSB), uma entidade subordinada à IFRS Foundation criada recentemente de forma a endereçar as necessidades de prestação de informações relacionadas a sustentabilidade, irá consolidar a Value Reporting Foundation e a Climate Disclosure Standards Board (CDSB), uma outra entidade de princípios similares, de forma a buscar uma convergência nas práticas de relatórios ASG.

### **3.3. União Europeia**

A União Europeia tem se posicionado como líder da agenda ASG, tentando estabelecer padrões únicos e se consolidar como referência na regulamentação de prestação de informações

---

<sup>5</sup> GREENBIZ. Can the GRI and SASB reporting frameworks be collaborative? Disponível em: <https://www.greenbiz.com/article/can-gri-and-sasb-reporting-frameworks-be-collaborative>. Acesso em: 21/06/2022

dessa espécie. Nesse sentido, foram criadas uma taxonomia de finanças sustentáveis, duas diretrizes relativas a produção de relatórios: a Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), e um regulamento mais amplo o Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), abordados em detalhes abaixo.

### **3.3.1. Taxonomia de finanças sustentáveis na União Europeia**

O regulamento da União Europeia (EU) sobre taxonomia foi publicado em junho de 2020. Ele define atividades econômicas sustentáveis como sendo aquelas que fornecem uma contribuição substancial para um dos seis objetivos ambientais: mitigação das mudanças climáticas, adaptação, proteção da água, ecossistemas, economia circular e combate à poluição. Para que uma atividade econômica seja considerada elegível para taxonomia, ela deve: (i) contribuir substancialmente para um ou mais dos objetivos ambientais; (ii) não causar danos significativos a qualquer um dos outros objetivos ambientais; e (iii) cumprir as salvaguardas mínimas sociais e de governança, definidas de acordo com as Diretrizes da OCDE para Empresas Multinacionais e os Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos.

De acordo com o Relatório da OCDE (2020), a ideia é criar um sistema de classificação que forneça uma linguagem comum sobre o que constitui uma atividade sustentável, ou seja, os critérios que uma atividade econômica deve cumprir para ser considerada contribuinte para os objetivos de sustentabilidade da União Europeia. Para além de buscar um crescimento sustentável e inclusivo, a taxonomia tem por objetivo gerenciar riscos financeiros decorrentes de mudanças climáticas e promover a transparência e a visão de longo prazo nas atividades financeiras e econômicas.

O Regulamento utiliza o sistema europeu de classificação de atividades econômicas NACE (*Nomenclature des Activités Economiques dans la Communauté Européenne*) para definir os critérios de seleção técnica da taxonomia. Uma das limitações de uma taxonomia baseada em códigos NACE é não ser reconciliável com outros sistemas de classificação amplamente usados por participantes de mercados financeiros privados para analisar seus dados, como o GICS (*Global Industrial Classification System* – Padrão Global de Classificação Industrial). Outro problema que pode surgir é que a classificação de um determinado empreendimento que será financiado com um título a ser emitido pode não necessariamente correspondente à classificação industrial do emissor.

A taxonomia europeia é orientada pelos seguintes princípios:

- Neutralidade tecnológica: Os critérios selecionados não devem discriminar tecnologias, desde que tenham o mesmo impacto sobre os objetivos ambientais.
- Ferramenta dinâmica e em evolução: O caráter dinâmico da transição e a incerteza relacionada à tecnologia resultam na necessidade de atualizar os limites, que em alguns casos devem diminuir ao longo do tempo para serem consistentes com um caminho de transição escolhido.
- Facilidade: o objetivo da taxonomia é ser entendida e usada pelos participantes do mercado financeiro, portanto, deve ser amigável e não muito onerosa para os usuários em termos de despesas e tempo.
- Possibilidade de uma zona de transição, ao invés de uma abordagem binária “verde ou não verde”. A taxonomia abrange três tipos de atividades econômicas:
  - Atividades que já são de baixo carbono: ou seja, com emissões muito baixas, ou até negativas. Exemplos: energia renovável, transporte de emissões zero e reflorestamento.
  - Atividades que contribuem para a transição para uma economia de zero carbono em 2050. A lista dessas atividades pode precisar ser ajustada ao longo do tempo. Exemplos: reforma de edifícios, geração de eletricidade de até 100 gr CO<sub>2</sub> / kWh ou carros que geram menos de 50 gr CO<sub>2</sub> / km.
  - Atividades que permitem reduções de emissões nos dois primeiros tipos de atividades acima. Exemplos: a fabricação de turbinas eólicas ou a instalação de aquecedores eficientes em edifícios, desde que sejam cumpridos alguns critérios.

### 3.3.2. Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

A Diretriz de Reporte Não Financeiro (*Non-Financial Reporting Directive – NFRD*) é uma norma criada pela Comissão Europeia (órgão executivo da União Europeia), por meio do regulamento Directive 2014/95/EU, que estabelece que bancos, seguradoras e companhias de interesse público com mais de 500 empregados (o que abarca um total de mais de 10.000 companhias na região) devam divulgar informações relativas a: questões ambientais; questões sociais e tratamento dos funcionários; respeito pelos direitos humanos; anticorrupção e suborno; e

diversidade nos conselhos da companhia (em termos de idade, gênero, formação educacional e profissional). Esta Diretriz adota o sistema “pratique ou explique”, porém não possui uma estrutura própria definida, cabendo a cada um divulgar qual padrão de reporte foi utilizado, se aplicável. No entanto, não teve o impacto pretendido na prestação das informações ASG pois não abrangia todas as companhias relevantes, e por não haver um formato obrigatório na sua divulgação.

Em abril de 2021 foi aprovada uma proposta para a criação de uma nova Diretriz, agora chamada de Reporte de Sustentabilidade Corporativa (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*), em complemento à NFRD, que pretende endereçar alguma das falhas apontadas. Sob esta nova regra, todas as grandes companhias listadas em mercados regulados estariam obrigadas a reportar segundo a Diretriz (ampliando o alcance para aproximadamente 50.000 companhias), além de novos requisitos como auditoria ou asseguarção das informações divulgadas e uma padronização obrigatória dos relatórios. Este novo regulamento está previsto para entrar em vigor em 2023.

### **3.3.3. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**

Em adição ao sistema de taxonomia, e às diretrizes de reporte para companhias, a Comissão Europeia criou também uma regulação específica para gestores de ativos e outros participantes do mercado financeiro em relação ao *disclosure* de informações ASG relativas aos produtos financeiros. A Regulação chamada *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* está focada na transparência de informações relacionadas a riscos de sustentabilidade e seus possíveis impactos, e exige que participantes como gestores de fundo de investimento reportem, de forma padronizada como os fatores ASG estão integrados na análise dos investimentos, tanto no nível da entidade, quanto de cada produto financeiro.

De acordo com o a própria Comissão Europeia<sup>6</sup>, sob essas regras, “*os participantes do mercado financeiro fornecerão informações detalhadas sobre como lidam e reduzem quaisquer possíveis impactos negativos que seus investimentos possam ter no meio ambiente e na sociedade em geral*”. O objetivo é auxiliar os investidores a avaliar a performance sustentável dos produtos financeiros, aumentando sua proteção e prevenir o *greenwashing*.

---

<sup>6</sup> EUROPEAN COMMISSION. Sustainability-related disclosure in the financial services sector. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en). Acesso em: 29/07/2022

### 3.4. TCFD - Task Force on Climate-related Financial Disclosures

O Conselho de Estabilidade Financeira (*FSB – Financial Stability Board*) é um órgão supranacional, formado por autoridades financeiras e regulatórias de 25 países, que monitora e elabora recomendações sobre a estabilidade do sistema financeiro internacional. Com o objetivo de identificar as informações necessárias aos agentes de mercado para avaliar e precificar riscos e oportunidades relacionadas ao clima, o FSB criou uma força-tarefa chamada *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD).

No relatório de recomendações emitido pela força-tarefa (TCFD, 2017), foram elaboradas 4 recomendações gerais centradas em 4 elementos chaves, conforme identificado em pesquisa elaborada pelo grupo:

- 1) Governança: divulgar a governança da organização em torno dos riscos e oportunidades relacionados ao clima.
- 2) Estratégia: divulgar os impactos reais e potenciais dos riscos e oportunidades relacionados ao clima nos negócios, estratégia e planejamento financeiro da organização, quando essas informações forem relevantes.
- 3) Gerenciamento de riscos: divulgar os processos usados pela organização para identificar, avaliar e gerenciar os riscos relacionados ao clima.
- 4) Métricas e metas: divulgar as métricas e metas usadas para avaliar e gerenciar riscos e oportunidades relevantes relacionados ao clima, onde essas informações forem relevantes.

O intuito é que essas divulgações façam parte dos relatórios financeiros emitidos pelas organizações. A força-tarefa reconhece que existem desafios, em relação à sua adoção, mas todos os tipos de organizações podem desenvolver divulgações consistentes com estas recomendações. Nas palavras da entidade, as recomendações fornecem uma base para adoção imediata e são flexíveis o suficiente para acomodar práticas em evolução. À medida que a compreensão, a análise de dados e a modelagem de questões relacionadas ao clima se tornam mais difundidas, as divulgações podem amadurecer de acordo.



Em relatório de acompanhamento publicado recentemente<sup>7</sup>, em outubro de 2021, é possível verificar que o número de entidades que apoiam o framework de divulgação do TCFD já passa de 2.600, distribuídas em 89 países e jurisdições, incluindo 1.069 instituições financeiras, responsáveis pela gestão de 194 trilhões de dólares. Também dão destaque para os 8 países em que há iniciativas oficiais de requerimento de divulgação, entre os quais se inclui o Brasil, por meio da Consulta Pública n. 86/2021 do Banco Central do Brasil, que, embora já tenha encerrado o período de recebimento de manifestações, ainda não teve sua análise concluída.

### **3.5. Iniciativas Nacionais**

No contexto global, o Brasil ainda é considerado, assim como outros mercados emergentes, como possibilidade de investimento para retorno no curto prazo. Um posicionamento regulatório alinhado aos valores de sustentabilidade poderia ser um fator de atração de investimentos de longo prazo. Como será abordado no próximo capítulo, o ordenamento jurídico brasileiro já tem consolidado, há bastante tempo, regras básicas de governança, bem como o conceito de função social da companhia, em sua lei societária (Lei nº 6.404/1976).

Em termos de regulação ASG, talvez por conta da alta proliferação de padrões internacionais, há uma percepção de que, no Brasil, tem se evitado “reinventar a roda”, fazendo uso dos códigos internacionais e lançando o foco na transparência da informação, como é o caso das normas da CVM, apontadas mais à frente. Uma exceção que vale mencionar foi a criação de uma taxonomia verde pela FEBRABAN, abordada a seguir.

#### **3.5.1. Taxonomia Verde – Febraban**

A Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN) desenvolveu, com base nas taxonomias existentes no mundo, sua própria “taxonomia verde” com o objetivo de classificar e caracterizar os títulos de crédito, dentro de uma das três modalidades: economia verde, exposição às mudanças climáticas e exposição ao risco ambiental. O sistema se utiliza da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) a qual estão submetidas todas as atividades empresariais no Brasil, classificadas em um ou mais códigos CNAE. A elaboração da taxonomia consistiu em

---

<sup>7</sup> [https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/03/GPP\\_TCFD\\_Status\\_Report\\_2021\\_Book\\_v17.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/03/GPP_TCFD_Status_Report_2021_Book_v17.pdf)

avaliar todas as classes e subclasses do sistema e medir o seu nível de exposição/contribuição em uma das três modalidades, permitindo dessa forma medir os seus fluxos financeiros.

Conforme o Guia da FEBRABAN, na modalidade “Economia Verde” o foco está em monitorar o potencial de um impacto positivo para a sociedade e o meio ambiente, buscando sempre maximizar a exposição das atividades enquadradas nessa categoria. Por meio dessa categorização é possível, por exemplo, um banco avaliar qual a parcela da sua carteira de crédito que contribui mais para uma economia sustentável e para que setores os recursos devem ser destinados de modo a atingir uma contribuição maior. Utilizando referências internacionais, como a taxonomia da União Europeia, dentro desta modalidade as atividades relacionadas no CNAE foram classificadas entre “alta contribuição”, “moderada contribuição”, ou sem enquadramento.

As outras duas modalidades possuem um foco prudencial pois estão voltadas ao monitoramento e o gerenciamento do risco causado pela exposição a fatores que podem trazer impactos negativos no futuro. Na exposição às mudanças climáticas, foram relacionados os setores com maior probabilidade de sofrer impactos financeiros decorrentes de mudanças climáticas, seguindo as principais diretrizes do TCFD, apresentado acima. Em relação à exposição ao risco ambiental, observa-se que a presença de setores com esta classificação na carteira de crédito de um banco não deve ser encarada como algo necessariamente negativo, mas “como um fator a ser considerado no estabelecimento de um sistema de gestão de riscos proporcional a esta exposição”.

Enquanto na exposição às mudanças climáticas podem ser classificadas “alta exposição” ou “moderada exposição”, na exposição ao risco ambiental, há somente “alta exposição”. A imagem abaixo, retirada do Guia de Taxonomia Verde da FEBRABAN exemplifica a classificação de algumas atividades, conforme as 3 modalidades.

	EXPOSIÇÃO ÀS MUDANÇAS CLIMÁTICAS	ECONOMIA VERDE	EXPOSIÇÃO AO RISCO AMBIENTAL
Produção de semiacabados de aço	Alta exposição		Alta exposição
Fabricação de cimento	Alta exposição		Alta exposição
Extração de madeira em florestas nativas	Alta exposição		Alta exposição
Extração de madeira em florestas plantadas	Alta exposição	Alta contribuição	
Cultivo de trigo	Alta exposição	Moderada contribuição	Alta exposição
Transporte rodoviário coletivo de passageiros	Alta exposição	Moderada contribuição	
Transporte ferroviário de carga	Alta exposição	Moderada contribuição	Alta exposição
Transporte ferroviário de passageiros	Alta exposição	Alta contribuição	
Gestão de redes de esgoto	Moderada exposição	Moderada contribuição	Alta exposição

Fonte: FEBRABAN (2021)

### 3.6. Principais Vantagens e Desafios

É possível verificar que o desenvolvimento da agenda ASG e o aprimoramento da utilidade das informações prestadas a esse respeito passa necessariamente pelo estabelecimento de métricas e requisitos informacionais padronizados, a fim de permitir a quantificação desses fatores e comparabilidade entre os diferentes emissores de tais relatórios. Entretanto, esta padronização e normatização tem importantes desafios conforme apontado na tabela abaixo, oriunda de estudo feito pelo Projeto Finanças Brasileiras Sustentáveis (FiBraS).

Vantagens	Desafios
Fomentar a persecução dos objetivos de desenvolvimento sustentável aplicáveis em âmbito nacional	Processo longo e complexo (demandando coordenação do setor público, com engajamento de especialistas e processo transparente de consultas ao setor privado)
Apoiar as atividades de supervisão dos riscos socioambientais	Requer disponibilidade, transparência e consistência de dados
Promover o financiamento e investimentos de ODS por meio de capital privado	Necessidade de verificação dos dados e métricas por terceiros (reguladores ou certificadores)
Oferecer uma linguagem comum para os fluxos de capitais	Atividades e métricas exigem atualização e monitoramento periódico (novas tecnologias e inovações)
Proteger os investidores contra o <i>greenwashing</i>	Podem apresentar conflitos ou necessidades de harmonização com outras taxonomias implementadas e utilizadas por fluxos financeiros globais

Facilitar a transparência das informações, com reporte e verificação	Precisa ser de fácil uso e evitar aplicação que acirre desigualdades entre os agentes econômicos
Se não binária, pode incentivar setores econômicos relevantes na adoção de melhores práticas de sustentabilidade, propiciando uma transição econômica sustentável	Se binária, pode excluir o desenvolvimento e adequação de setores em transição para melhores práticas e padrões de sustentabilidade
Se adotada de maneira gradual, iniciando-se por alguns setores econômicos e preceitos básicos de alinhamento com principais taxonomias existentes, pode ter desenvolvimento e resultados alcançados em curto/médio prazo	Exige um balanceamento entre o custo de aplicação, que precisa ser o mais baixo possível, e o nível de exigência, o mais alto possível
Atrair investidores internacionais que buscam oportunidades de investimentos sustentáveis	Se não binária, deve-se atentar para não gerar dúvidas de aplicação quanto aos critérios de sustentabilidade propugnados para os setores que ainda carecem de melhores práticas em sustentabilidade, evitando-se risco de <i>greenwashing</i>

Fonte: FIBRAS (2021)

Em resumo, a criação de taxonomias e regulamentos ligados ao ASG tem por objetivo apoiar a supervisão de riscos socioambientais, por meio de uma maior transparência da informação, auxiliando o atingimento das metas relacionadas aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Entretanto, como toda nova regra, traz consigo, além das dificuldades de padronização, novos custos associados e alguns riscos adicionais, como será abordado nos dois próximos capítulos.

#### 4. ASG e o Direito

Nenhuma atividade econômica se desenvolve de forma isolada de um contexto social, em que causa impactos, não só para o empresário, mas para a sociedade de forma geral. Esses impactos, que podem representar custos ou benefícios, são normalmente chamados de externalidade que, de acordo com COELHO (2012), pode ser definida como *“todo efeito produzido por um agente econômico que repercute positiva ou negativamente sobre a atividade econômica, renda ou bem-estar de outro agente econômico, sem a correspondente compensação”*. Podemos citar como exemplos de externalidades negativas a poluição visual e sonora, esgotamento de matérias-primas, enquanto a geração de empregos e a valorização imobiliária de determinada região podem ser citados como externalidades positivas. Ainda, os efeitos positivos e negativos podem se dar de forma desigual, fazendo com que determinados agentes se beneficiem ou se prejudiquem mais do que os outros, e daí decorre o conceito de partes interessadas, que envolveria todas as partes passíveis de serem afetadas por uma determinada atividade econômica, incluindo as companhias, clientes, fornecedores, concorrentes, consumidores, colaboradores, sociedade civil, Estado, entre outros.

As externalidades, principalmente as negativas, podem ser compensadas, de modo a combater a desigualdade por elas gerada, sendo, atualmente, a forma mais comum de compensação a intervenção do Estado nas atividades econômicas. Neste mecanismo de compensação, um processo de *“internalização da externalidade”*, deve-se atentar para o fato que *“as compensações são elas próprias geradoras também de novas externalidades: o estado, ao impor regras de direito ambiental à indústria, gera, como agente econômico no conceito amplo aqui considerado, uma externalidade para o empresário”* (COELHO, 2012). Portanto deve ser sempre avaliada a relevância da externalidade e as possíveis consequências da adoção de um mecanismo de compensação.

No enfrentamento da questão da internalização de externalidades, duas diferentes concepções se apresentam, frutos de distintas formas de se compreender o papel do estado e do direito na organização econômica: de um lado, a da economia do bem-estar; de outro, a da análise econômica do direito.

O teórico central da economia do bem-estar é Arthur Pigou, que, de sua cátedra de economia política em Cambridge, na década de 1920, formulou crítica sistemática às concepções clássicas de suficiência das forças livres do mercado para equilibrar os custos e benefícios sociais. Para ele, as externalidades são derivadas de falhas no mercado, que cabe ao estado corrigir (1928), e o mecanismo por excelência para tal correção seria o sistema tributário. [...]

A análise econômica do direito, por sua vez, nasce com a publicação de um artigo de Ronald Coase, expoente da *Escola de Chicago*, em que discute a visão de Pigou sobre os custos sociais (1960), e ambiciona criar um modelo teórico que concilie a aplicação de normas jurídicas (inclusive de direito penal, de família e sucessões etc.) a padrões de eficiência econômica (Posner, 1973; Stephen, 1989; Coelho, 1995b). Com forte acento liberal, a análise econômica do direito considera que as externalidades não refletem falhas do mercado, mas situações conflitantes que devem ser solucionadas pelos próprios interessados. Não existe um efeito de atividade econômica que seja, em si mesmo, positivo ou negativo. O que é favorável a um agente econômico é desfavorável ao outro, e cada um deles procurará nortear suas opções segundo padrões racionais de eficiência, isto é, gastando o menos para lucrar o máximo possível. Para Coase, a externalidade apenas gera ineficiência quando são elevados os custos de transação entre os agentes econômicos interessados. Isto é, quando o entendimento entre o agente que cria e o que suporta a externalidade tem um custo não desprezível. [COELHO, 2012]

É possível verificar que as duas abordagens partem de princípios distintos em que uma depende da intervenção do Estado, sendo este responsável por quantificar as externalidades e fazer a compensação por meio de tributos e subsídios, enquanto a outra confia nos mecanismos de mercado para a resolução do problema. Estas diferenças refletem um pouco do contexto histórico em que foram desenvolvidos os referidos conceitos, demonstrando como o próprio sistema capitalista tem, ao longo do tempo, uma variação no nível de intervenção estatal desejado por seus agentes. O renomado autor apresenta, em conclusão, uma aparente impossibilidade de compensação das externalidades por qualquer uma das formas:

O pretendido pela economia do bem-estar (utilização do sistema tributário para internalizar externalidades) e o pretendido pela análise econômica do direito (a eficiência econômica norteador as decisões judiciais) não se realizam, e não se podem realizar, porque partem estas concepções de um pressuposto abstrato e irreal: o de que o estado capitalista pode ter sua natureza, função e dimensão imunes aos conflitos de interesses, aos embates entre as classes sociais e seus segmentos.

A crescente valorização da agenda ASG demonstra que, atualmente, está presente um ambiente em que a intervenção na economia é vista como um aspecto do sistema capitalista, ainda que o movimento se diferencie da solução pigouviana por duas principais maneiras. A primeira delas é que, embora a tributação das emissões de carbono (*carbon tax*) seja uma parte importante do fator ambiental dentro da agenda ASG, a modificação pretendida vai muito além da questão tributária. A segunda diferença é que a alteração do comportamento econômico não está partindo somente de uma intervenção do poder estatal, mas também de intervenções privadas de vários agentes econômicos e sociais, como entidades supranacionais, organizações do terceiro setor e grandes gestores de investimento.

No contexto do Direito brasileiro, observa-se também o conceito da “função social da empresa”, como será abordado adiante. Esta função deriva do princípio constitucional da função social da propriedade, que atua como balizador dos direitos individuais em preferência aos direitos coletivos, sob determinadas circunstâncias. Sobre o conceito, assevera FERREIRA (2004):

São princípios específicos, norteadores da função social da empresa, os seguintes: princípio da dignidade empresarial, princípio da moralidade empresarial e princípio da boa-fé empresarial. A função social da empresa delimitada pela ordem econômica constitucional e de acordo com o pensamento funcionalista passa a ser definida na perspectiva da busca de equilíbrio entre os interesses da empresa e os interesses da sociedade de consumo.

São ainda funções sociais da empresa: o desenvolvimento regular de suas atividades empresariais com a observância dos mandamentos constitucionais; o dever de atender os interesses coletivos de todos os envolvidos na rede de produção e circulação de riquezas; eleição de políticas econômicas, sociais e éticas, indicativos de preços justos e concorrência leal; geração de empregos; manutenção regular do recolhimento de tributos e, por fim, agir de acordo com os usos e costumes sociais.

A função social da empresa conduz à responsabilidade social.

O movimento ASG pode trazer mudanças em diversos aspectos do ordenamento jurídico, incluindo direito ambiental, como medidas de redução de poluentes, direito tributário e econômico, como a tributação de emissões de carbono, e políticas públicas de inclusão social e promoção de redução das desigualdades, dentre outros. Entretanto, o presente estudo irá focar no impacto da agenda ASG no Direito Regulatório, em especial no regime informacional dos participantes do mercado de capitais, atualmente concentrado em regulamentos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como alguns aspectos legais referentes a Governança Corporativa, estabelecidos na Lei nº 6.404/1976.

#### **4.1. Transformações no Direito Regulatório**

A agenda ASG tem como objetivo sua adoção de forma ampla por todos os agentes de mercado, o que inclui, invariavelmente, os seus reguladores, sejam eles autarquias, órgãos governamentais, ou entidades de autorregulação. A sua aplicação pode ocorrer de forma passiva, ou indireta, em que, no cumprimento ordinário de suas atividades de supervisão e fiscalização, o regulador verifique se as informações estão sendo prestadas de forma clara, objetiva e precisa e sua disseminação é ampla, com o intuito de evitar assimetrias de informação. Por outro lado, pode se desenvolver ativamente, de forma direta, por meio da criação de novos regulamentos, ou adaptação dos existentes, de modo a exigir de seus regulados uma maior transparência sobre o tema.

Este tipo de atuação já era previsto desde a publicação do “Who Cares Wins”, apresentado anteriormente, em que caberia aos reguladores implementar novos padrões de reporte (“reporting standards”). Importante notar que aqui estamos falando de uma aplicação de uma nova camada de transparência sobre o status dos fatores ASG em cada companhia, sem entrar no mérito de sua qualidade ou quantidade. Entretanto, essa agenda, principalmente em relação à sustentabilidade ambiental, vem trazendo, em âmbito global, uma série de mudanças regulatórias, e até legais, no intuito de, por exemplo, reduzir as emissões de carbono, minimizar impactos, e até mesmo impedir determinados tipos de atividades altamente poluidoras. No lado social, há uma crescente preocupação em estabelecimento de metas de diversidade e inclusão, inclusive com leis já exigindo, por exemplo, percentuais mínimos de vagas de emprego para pessoas com deficiência.

#### **4.2. Análise de Impacto Regulatório**

A Lei nº 13.848/2019 obrigou as autarquias especiais a realizarem a Análise de Impacto Regulatório (AIR) na alteração ou criação de atos normativos, e a Lei nº 13.874/2019 estendeu a obrigação para toda a Administração Pública Federal, cabendo ao Decreto nº 10.411/2020 (“Decreto de AIR”) regulamentar a realização de tal análise. Conforme artigo 2º deste Decreto, a análise de impacto regulatório é o *“procedimento, a partir da definição de problema regulatório, (...) que conterà informações e dados sobre os seus prováveis efeitos, para verificar a razoabilidade do impacto e subsidiar a tomada de decisão”*. O Guia para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório (BRASIL, 2021), documento elaborado pela Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia, conceitua a “boa regulação” da seguinte forma:

A intervenção governamental promovida pela ação regulatória sobre o ambiente de mercado não deve gerar consequências indesejáveis e resultados negativos para os cidadãos, para além do que seja estritamente necessário para que atinja seus objetivos. Para tanto, é fundamental que se garanta a qualidade dessas medidas regulatórias. A boa regulação é aquela que é a mínima possível, eficiente, transparente, promotora da competitividade e isenta de conflitos de interesses. As boas práticas regulatórias devem defender o interesse dos cidadãos e melhorar a prática setorial. Para que se atinjam esses objetivos, os custos da implantação de medidas regulatórias não podem exceder seus benefícios.

Tendo por meta melhorar a sua posição no ranking de competitividade global do Fórum Econômico Mundial (*Global Competitiveness Index – GCI*), o Poder Executivo Federal tem se preocupado com a possibilidade do excesso de burocratização, apontado como um problema



comum que pode atrapalhar a inovação. Nesse contexto, algumas ferramentas têm sido desenvolvidas de forma a mitigar a burocracia, incentivando a inovação, sendo a principal delas a Análise de Impacto Regulatório (AIR). De acordo com o modelo, a regulação deve ser sempre a favor da concorrência e não deve provocar distorção concorrencial entre agentes econômicos, nem representar barreira de entrada, além de que “*deve ser clara, objetiva, previsível e isonômica, a fim de garantir simetria de informação regulatória entre os agentes econômicos do setor*”.

A regulação gera custos tanto para o setor público quanto para os agentes privados. Cabe ao regulador uma análise criteriosa dos custos gerados, buscando uma eficiência regulatória no balanceamento com os potenciais benefícios trazidos pela norma. Os Custos Financeiros Diretos são aqueles incorridos por um regulado para cumprimento de obrigação imposta pela regulação. Podem ser decorrentes de taxas de licenciamento, treinamento de pessoal, custos incorridos para cumprir determinada obrigação, produzir documentos requeridos, entre outros. Custos da Administração Direta são os custos da máquina pública: custo de espaço (aluguel) e infraestrutura, pessoal e capacitação dos agentes.

Figura 3 – Ciclo Regulatório



Fonte: Guia para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório (BRASIL, 2021)

O guia apresenta uma ilustração do “ciclo regulatório” que deve ser seguido quando do estabelecimento de novos regulamentos, sendo a Análise de Impacto Regulatório a primeira etapa a se seguir. O ciclo também compreende a fase de avaliação que, conforme o Decreto de AIR, deverá ser realizada periodicamente pelos entes reguladores por meio da ferramenta de Avaliação do Resultado Regulatório (ARR).

#### 4.2.1. Possíveis impactos de uma regulação ASG

No âmbito do direito regulatório brasileiro, uma determinada companhia pode estar sujeita ao cumprimento de normas de diversas autoridades governamentais, como agências reguladoras federais, autarquias especiais, e órgãos de governo nas esferas estadual e municipal. Por exemplo, instituições financeiras estarão sob o crivo do Banco Central, companhias de telecomunicações reguladas pela Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) e companhias de petróleo pela Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), além de possivelmente estarem obrigadas a cumprir regulamentos de secretarias estaduais de meio ambiente.

Quando o tema é ASG, escolheu-se como foco da abordagem regulatória o mercado de capitais, pois assim seria possível “controlar” o fluxo de investimentos e financiamentos entre atividades que estejam mais ou menos alinhadas aos valores da agenda. Dessa forma, ainda que haja diversas iniciativas regulatórias relacionadas a sustentabilidade, como controles de emissões de poluentes, medidas de inclusão social, entre outras, a regulação do ASG está voltada para o aumento na transparência das informações relacionadas a esses 3 fatores, de modo que os agentes econômicos participantes no mercado de capitais possam precificar, de modo mais preciso, o valor de cada companhia, considerando os custos socioambientais, a sustentabilidade de determinado negócio no longo prazo e os riscos associados a uma melhor ou pior governança corporativa.

Ao se falar, portanto, na criação de novos regulamentos, as companhias que estarão submetidas a essas normas sofrerão o impacto do chamado “custo de observância”, ou seja, o custo de adaptação e de cumprimento das novas regras. COELHO (2012) pontua que “*a transposição da noção de ‘internalização de externalidades’ do campo do conhecimento econômico para o contexto da reflexão jurídica tem o grande mérito de alertar para o fato de que as obrigações jurídicas impostas ao empresário têm a natureza de elemento de custo.*” No caso específico do ASG, entretanto, percebe-se (i) que as entidades criadoras de regulamentos têm se atentado para o fator custo e, no mínimo, tentado fazer com que os custos decorrentes não sejam demasiados; e (ii) em teoria, esse custo adicional de observâncias às novas normas seria mais do que compensado pela redução no custo de capital de uma companhia que tiver uma boa performance ASG, ou seja, o custo de financiamento (seja nos juros de dívidas ou no retorno exigido pelos acionistas) para essas companhias iria diminuir devido a um maior apetite do mercado para investir em capital sustentável e de boa governança.

A adoção de boas práticas de governança corporativa é um fator crítico para decisão de investimento e, portanto, para atração de capitais. Nesse sentido, é possível identificar uma relação importante entre a maior qualidade de proteção aos acionistas e o tamanho do mercado de capitais de um determinado país, definido a partir do número de empresas que abrem o capital e do valor de mercado das empresas listadas em bolsa. Por outro lado, um sistema de governança corporativa frágil, com baixo nível de proteção aos acionistas, está associado a custos de capital mais elevados para as companhias e para o mercado como um todo.

(GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016)

### 4.3. A Legislação Societária Brasileira

É importante destacar que no ordenamento jurídico nacional já estão estabelecidas, há algumas décadas, certas medidas que regulam o direcionamento dos negócios para além da obtenção do lucro, única e exclusivamente. A Lei nº 6.404, de 1976, já previa em seu artigo 116, parágrafo único que:

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Ou seja, desde a década de 70, o direito brasileiro já tem positivado a necessidade dos negócios de uma companhia atenderem os interesses de todos *stakeholders* e não somente dos acionistas. Cabe aqui destacar que a Lei atribuiu tal responsabilidade ao “acionista controlador” pois, conforme o próprio artigo 116, este possui a maioria dos votos nas deliberações em assembleia e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, devendo usar tal poder para “*dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*”<sup>8</sup>. EIZIRIK (2011) afirma que o “*poder de controle na sociedade anônima é atribuído ao seu titular para a consecução de determinadas finalidades constituindo assim um direito-função*”, e como não pode ser considerado um poder absoluto, “*o legislador estabeleceu determinadas regras visando a prevenir e reprimir eventuais abusos praticados pelo acionista controlador*”. Segue o autor nos seguintes termos:

---

<sup>8</sup> Em relação aos demais acionistas, chamados não-controladores ou minoritários, não há atribuição legal de tal responsabilidade, devendo exercer seu poder de voto da maneira que entender mais adequada. Entretanto, ultimamente, essa categoria tem aumentado sua participação e seu ativismo na condução dos negócios da companhia, em um movimento chamado de *stewardship*, que nasceu principalmente voltado para questões de governança mas, recentemente, passou a abarcar também os outros quesitos da agenda ASG.

A empresa, como unidade de produção, não congrega apenas os interesses dos sócios da companhia, mas também os dos fornecedores, empregados, consumidores e de toda a comunidade na qual exerce as suas atividades. A função social implica, portanto, em um poder-dever do acionista controlador de dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos.

Portanto, poderá configurar abuso por parte do acionista controlador qualquer ato em que fique caracterizada a utilização de seu poder para atender a fins pessoais, em prejuízo dos interesses da sociedade ou dos demais interesses que ele tem o dever de preservar.

O exercício do poder de controle não pode implicar benefício unilateral e exclusivo ao acionista controlador, mas deve levar em consideração os interesses da companhia e da coletividade de seus acionistas.

Em questões de governança corporativa, a Lei das S.A. conta também com diversos outros dispositivos, obrigatórios para companhias, que compõe o conjunto de regras para reprimir eventuais abusos do poder de controle como citado acima:

- *Tag along* de 80% (art. 254-A): quando da alienação do controle da companhia, os acionistas minoritários têm o direito de vender suas ações em uma oferta pública realizada pelo adquirente ao valor de pelo menos 80% do valor pago pelas ações do controlador.
- Voto múltiplo (art. 141): os detentores de 10% do capital podem requerer que a eleição dos membros do Conselho de Administração se dê por voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.
- Voto em separado (art. 141, §4º): os minoritários detentores de no mínimo 15% das ações ordinárias (ou 10% do capital se forem ações preferenciais) têm direito a eleger um conselheiro em votação separada da votação majoritária.
- Direito de fiscalização (art. 109, III): o acionista possui o direito essencial de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, e não pode ter seu exercício impedido nem pela assembleia nem pelo estatuto social.

A Lei nº 6.404/1976 passou ainda por recentes mudanças, em virtude de alterações promovidas pela Lei nº 14.195/2021, sendo a maior parte ainda por entrar em vigor ou carente de regulamentação própria pela CVM. Embora o Capítulo 3 desta Lei alteradora, chame-se DA PROTEÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS, é questionável se todos os dispositivos ali presentes realmente têm essa função de proteção. Por exemplo, aqueles referentes a possibilidade de voto plural – isto é, classes diferentes de ações ordinárias, em que algumas classes possuem

mais de um voto por ação – vão contra uma das práticas do Código Brasileiro de Governança Corporativa, o princípio do “*one share, one vote*”, ou seja, cada ação só deve ter um único voto, e todas ações devem possuir voto. Por outro lado, a Lei solidifica e torna obrigatória duas práticas bastante recomendadas, inclusive presentes no segmento do Novo Mercado da B3: a necessidade de conselheiros independentes, e a não acumulação dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração na mesma pessoa.

#### **4.4. A CVM e o mercado de capitais**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, é a autoridade responsável pela supervisão e regulação do mercado de capitais. Dentre as diversas normas que a CVM possui, aplicáveis a uma diversa gama de regulados, incluindo companhias abertas, fundos de investimento, corretoras, auditores independentes, entre outros agentes do mercado de capitais, estabeleceu-se um arcabouço de regime informacional a ser seguido pelas companhias abertas, ponto de partida da prestação de informação ASG, uma vez que são elas que desenvolvem as atividades empresariais.

Desde a edição da Instrução CVM n° 480, em dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, criou-se a obrigação de prestação de determinadas informações socioambientais, ainda que de modo limitado, dentro do Formulário de Referência (FRE), uma espécie de relatório anual, com uma grande densidade de informações, que as companhias devem apresentar, de acordo com as determinações dessa Instrução. O conteúdo desse Formulário foi sendo modificado e adaptado ao longo dos anos, incluindo aumento nas informações exigidas em relação a práticas socioambientais. No quesito específico de Governança Corporativa, a CVM passou a exigir das companhias, a partir de 2018, um documento adicional chamado de Informe do Código de Governança, em que são obrigadas a divulgar informações sobre a aplicação de boas práticas presentes no Código Brasileiro de Governança Corporativa. Este Código é uma espécie de manual contendo as principais práticas e recomendações relativas a Governança no âmbito do direito societário brasileiro, e sua mais recente edição, lançada em 2016 foi resultado de um trabalho desenvolvido pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), formado por diversas entidades do mercado de capitais e coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). O Código segue a

metodologia do “pratique ou explique”, em que a companhia tem a oportunidade de informar se adota determinada ou prática, ou, caso contrário, explicar o motivo de sua não-adoção.

Em dezembro de 2021, foi publicada a Resolução CVM nº 59 (que entrará em vigor somente em janeiro de 2023), promovendo uma reformulação geral no Formulário de Referência com 2 principais objetivos: diminuir o custo de observância, ao reduzi a quantidade de campos no FRE, eliminando redundâncias e informações de pouca utilidade; e aumentar o foco na prestação de informações ASG, em especial dos fatores social e ambiental. A edição dessa Resolução foi precedida por um longo processo de audiência pública em que os diversos participantes do mercado tiveram a oportunidade de se manifestar sobre as mudanças propostas, porém os impactos a serem trazidos por esta mudança ainda estão para ser sentidos.

O primeiro destaque em relação à Resolução CVM nº 59/21 foi o fato de não se criar um novo documento, de apresentação obrigatória, contendo as informações pertinentes ao ASG. Esta foi uma das principais críticas dos participantes de mercado quando da criação do Informe de Governança, pois qualquer documento novo traz consigo, além de uma curva de aprendizado em relação à disposição das informações, custos associados à coleta e preparação dessas informações. Nesse sentido, e como era buscado também pela CVM a redução dos custos de observância, foi aproveitado um documento obrigatório, cujo preenchimento já estava estabelecido entre as companhias abertas, em que se incluiu uma gama de campos específicos para a prestação de informações relacionadas ao ASG, ao mesmo tempo em que foram eliminados campos pouco relevantes, de forma a compensar o referido acréscimo.

O principal campo relacionado com ASG no novo Formulário de Referência, criado a partir da referida Resolução, é o item 1.9, conforme a seguir:

- 1.9. Em relação a informações ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG), indicar:
  - a. se o emissor divulga informações ASG em relatório anual ou outro documento específico para esta finalidade
  - b. a metodologia ou padrão seguidos na elaboração desse relatório ou documento
  - c. se esse relatório ou documento é auditado ou revisado por entidade independente, identificando essa entidade, se for o caso
  - d. a página na rede mundial de computadores onde o relatório ou documento pode ser encontrado
  - e. se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de uma matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho ASG, e quais são os indicadores materiais para o emissor
  - f. se o relatório ou documento considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas e quais são os ODS materiais para o negócio do emissor

- g. se o relatório ou documento considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD) ou recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas
- h. se o emissor realiza inventários de emissão de gases do efeito estufa, indicando, se for o caso, o escopo das emissões inventariadas e a página na rede mundial de computadores onde informações adicionais podem ser encontradas
- i. explicação do emissor sobre as seguintes condutas, se for o caso:
  - i. a não divulgação de informações ASG
  - ii. a não adoção de matriz de materialidade
  - iii. a não adoção de indicadores-chave de desempenho ASG
  - iv. a não realização de auditoria ou revisão sobre as informações ASG divulgadas
  - v. a não consideração dos ODS ou a não adoção das recomendações relacionadas a questões climáticas, emanadas pela TCFD ou outras entidades reconhecidas, nas informações ASG divulgadas
  - vi. a não realização de inventários de emissão de gases do efeito estufa

Além disso, no campo 2.10, em que os diretores da companhia devem comentar os principais elementos do seu plano de negócios, dentre os tópicos listados está: *“oportunidades inseridas no plano de negócios do emissor relacionadas a questões ASG”*. No item 4.1, onde são descritos os principais fatores de risco, havia uma única categoria relacionada a questões socioambientais, que foi desdobrada em *“j. questões sociais”*, *“k. questões ambientais”* e a bastante específica *“l. questões climáticas, incluindo riscos físicos e de transição”*. Há, ainda, na seção 7, relativa aos órgãos da administração, a necessidade de informar o número total de membros agrupados por *“identidade autodeclarada de gênero”*, além de *“identidade autodeclarada de cor ou raça”*, ou algum outro atributo de diversidade que entenda relevante, bem como informar, *“se houver, objetivos específicos que o emissor possua com relação à diversidade de gênero, cor ou raça ou outros atributos entre os membros de seus órgãos de administração e de seu conselho fiscal”*, e o *“papel dos órgãos de administração na avaliação, gerenciamento e supervisão dos riscos e oportunidades relacionados ao clima”*. Por fim, a seção 10, que trata de recursos humanos, traz as seguintes exigências:

- 10.1. Descrever os recursos humanos do emissor, fornecendo as seguintes informações:
  - a. número de empregados, total e por grupos, com base na atividade desempenhada, na localização geográfica e em indicadores de diversidade, que, dentro de cada nível hierárquico do emissor, abrangem:
    - i. identidade autodeclarada de gênero
    - ii. identidade autodeclarada de cor ou raça
    - iii. faixa etária
    - iv. outros indicadores de diversidade que o emissor entenda relevantes
  - [...]
- 10.3. Descrever as políticas e práticas de remuneração dos empregados do emissor, informando:
  - [...]
  - d. razão entre (i) a maior remuneração individual (considerando a composição da remuneração com todos os itens descritos no campo 8.2.d) reconhecida no resultado do

emissor no último exercício social, incluindo a remuneração de administrador estatutário, se for o caso; e (ii) a mediana da remuneração individual dos empregados do emissor no Brasil, desconsiderando-se a maior remuneração individual, conforme reconhecida em seu resultado no último exercício social

É interessante notar que as novidades trazidas no documento pela alteração regulamentar são focadas em questões sociais e ambientais, ou em relação ao ASG, como um todo, sem haver grandes mudanças no que tange a governança corporativa. Isso ocorre por dois motivos: (i) em um nível, as questões mais latentes em termos de governança já estavam consolidadas no ordenamento jurídico e regulatório, tanto em relação a obrigações e proibições quanto à transparência informacional<sup>9</sup>; e (ii) em um nível mais elevado, relacionado às melhores práticas de governança, já existe um documento específico, o Informe de Governança, conforme citado acima, de divulgação obrigatória, que contempla estes tópicos.

Observa-se, ainda, que a regulamentação da CVM não compõe a criação de mais um regulamento de reporte ASG. Está simplesmente aproveitando uma plataforma de prestação de informação, o Formulário de Referência, que já era um documento obrigatório<sup>10</sup>, e dando maior amplitude e visibilidade a certas categorias de informações relacionadas principalmente a aspectos sociais e ambientais. O campo 1.9 do Formulário, principal referência ao ASG, requer que seja informado se a companhia já produz relatórios deste tipo e qual padrão utiliza, além de outros detalhes a respeito da comunicação, demonstrando que não está sendo demandado a produção de um novo relatório, nem mesmo a adaptação de seu formato.

#### **4.5. Regulações experimentais – Sandbox**

A Lei Complementar nº 182/2021, também conhecida como o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador, definiu, em seu art. 2º, II, o sandbox regulatório da seguinte forma:

II - ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório): conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias

---

<sup>9</sup> Desde a sua criação, em 2010, o Formulário de Referência já possuía exigência de informações sobre, por exemplo, mecanismos de avaliação dos membros da administração, política de remuneração e suas premissas.

<sup>10</sup> Outros reguladores de mercados de capitais exigem das companhias abertas um documento semelhante, como uma forma de Relatório Anual padronizado. Para citar como exemplo, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), nos Estados Unidos, exige o preenchimento anual do formulário 10-K, em moldes semelhantes ao Formulário de Referência.



experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado.

O conceito de *sandbox* (“caixa de areia” na tradução literal) aplicado no ambiente regulatório foi inicialmente criado, em 2015, pela *Financial Conduct Authority* (FCA), o regulador dos mercados financeiros do Reino Unido com o objetivo de permitir o teste de novos produtos e serviços em um ambiente controlado, identificando as salvaguardas necessárias para proteção dos consumidores e reduzindo o tempo de adequação da regulação tradicional a produtos e serviços inovadores. O *sandbox* funciona como uma flexibilização das normas regulares para um grupo específico de companhias que se inscrevam para participar do programa, de forma que possam oferecer soluções inovadoras em um mercado regulamentado, de modo experimental.

O primeiro órgão governamental a estabelecer um programa de *sandbox* regulatório no Brasil foi o Banco Central, em cujo programa entidades são autorizadas “*para testar, por período determinado, projeto inovador na área financeira ou de pagamento, observando um conjunto específico de disposições regulamentares que amparam a realização controlada e delimitada de suas atividades*”. A explicação de seu funcionamento pelo Banco é bastante didática:

Durante o período de testes, as empresas ficam sujeitas a requisitos regulatórios diferenciados e podem receber dos agentes reguladores orientações personalizadas sobre como interpretar e aplicar a regulamentação cabível.

Ao mesmo tempo, os órgãos reguladores irão monitorar a implementação e os resultados dos projetos, sendo capazes de avaliar os riscos associados aos novos produtos e serviços. Caso o BC identifique inadequação no gerenciamento dos riscos associados à execução do projeto pelo participante, o regulador poderá determinar o aperfeiçoamento do projeto e, se o BC detectar que a atividade do participante expõe o SFN ou o SPB a riscos excessivos, a autarquia poderá estabelecer limites para a execução do projeto.

Posteriormente, foi a vez da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP criar o seu *sandbox*, para permitir projetos inovadores no mercado de seguros, apresentando novos produtos e serviços, ou novas formas de prestá-los, com base em novos métodos, processos ou tecnologias. Já foram lançadas duas edições desde a sua criação.

A Comissão de Valores Mobiliários estabeleceu o seu *sandbox* por meio da Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, posteriormente substituída pela Resolução CVM nº 29, de 11 de maio de 2021. O primeiro processo de admissão no programa foi finalizado em dezembro de 2021, com a aprovação de 4 propostas, dentre as 34 recebidas e avaliadas pelo Comitê de Sandbox e pelo Colegiado da autarquia. As propostas aprovadas estão relacionadas principalmente a modelos de *crowdfunding*, e de mercados de balcão organizado para negociação de valores mobiliários de pequenas empresas, estruturados em tecnologias de *tokens*.

Embora, aparentemente, o foco dos programas de *sandbox* regulatório esteja concentrado na adaptação do arcabouço regulatório a novas tecnologias, o modelo de trabalho em que se concede determinadas autorizações em caráter experimental, em uma etapa prévia à consolidação da regulação formal, poderia ser utilizado de forma análoga na criação de novos regulamentos a serem aplicados no âmbito do ASG. Considerando que toda nova regulação deve trazer consigo uma avaliação sobre seus impactos e a relação entre os custos e benefícios a serem criados, o modelo de *sandbox* poderia funcionar como um método de teste da regulação, permitindo uma precisão maior na análise e quantificação desses impactos.

## 5. As controvérsias sobre o tema ASG

### 5.1. O dever fiduciário dos administradores frente ao ASG

GANIDIS e MIAZAD (2020) apresentam em seu artigo o desafio atual de como os administradores de sociedades anônimas devem considerar os aspectos ambientais e sociais no seu processo decisório, sem deixar de lado seus deveres fiduciários de orientar os negócios no melhor interesse da companhia. Quando a adoção de práticas ASG coincide com a perspectiva de maximização do lucro, a escolha é fácil, mas nem sempre é esse o caso.

Os autores argumentam que a melhor maneira seria incorporar métricas ASG no gerenciamento de risco. *“ASG não é um esforço quixotesco para transformar o altruísmo em lucro, mas uma estratégia de negócios projetada para proteger os acionistas do risco de perda (‘downside risk’), o que se ajusta com certa facilidade e à primazia do acionista.”*

Ainda, de acordo com os autores, a definição de ASG foi expandida para acomodar qualquer aspecto corporativo associado a retidão moral e igualdade social (*“moral rectitude and social equitableness”*), ou as ações que uma companhia adota para mitigar seus impactos sociais e ambientais, para além do que é exigido em lei ou contratos. Essas ações podem ser questionadas por não respeitarem a primazia do acionista que, segundo a corrente liberal de Milton Friedman, tem como único interesse a maximização do retorno do seu capital investido, e configurar uma violação dos deveres fiduciários dos administradores.

A *business judgment rule*<sup>11</sup> fornece um amplo espectro de discricionariedade para a tomada de decisões, que podem incluir um direcionamento para o ASG, mas há 2 requisitos que devem ser observados: *“o conselho deve provar que fez um esforço razoável para ser informado sobre os contornos dessa decisão, e, em segundo lugar, eles devem acreditar, de boa fé, que sua escolha atende aos melhores interesses da empresa”*. Os deveres fiduciários nunca impediram companhias de fazerem doações ou apoiarem causas, mas é mais fácil justificar um pequeno valor dizendo que

---

<sup>11</sup> Dada a flexibilidade do conceito de diligência, desenvolveu-se nos Estados Unidos, a partir de uma série de decisões judiciais, a chamada *business judgment rule*, que constitui um *standard* para o controle dos atos praticados pelos administradores, cujos objetivos principais são: (i) evitar que os tribunais substituam os administradores, que devem ter a liberdade de decidir sobre a oportunidade e conveniência de seus atos; e (ii) oferecer aos administradores uma proteção às decisões que tomarem, quando devidamente informadas, encorajando-os a assumirem cargos de gestão e a correrem os riscos inerentes à atividade empresarial. (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011)

fazendo o bem da sociedade terá externalidade positiva nos seus negócios (exemplo: doação para universidade melhora o nível de educação da população e da força de trabalho futura) do que um grande projeto que consumirá parte significativa dos recursos da companhia.

O ASG ainda enfrenta muito ceticismo, principalmente quando volta suas atenções para problemas hiperdimensionados como é o caso das mudanças climáticas, fazendo com que os compromissos assumidos de mitigar tais problemas soem como uma promessa vaga. O indicador mais forte que podemos perceber no comprometimento de uma companhia com o ASG é quando esse critério é incorporado no cálculo da remuneração dos seus administradores, por meio de metas de performance associadas.

Alguns defensores do ASG alegam que é possível “ir bem, fazendo o bem”, ou seja, que o aumento do investimento direcionado a ASG se traduzirá em aumento do lucro. Por um lado, é verdadeiro, pois há uma crescente demanda dos consumidores de produtos mais sustentáveis, e o desenvolvimento de novas matérias-primas mais sustentáveis, ainda que custoso, terá benefícios no longo prazo, pois em algum momento todos serão obrigados a migrar. Mas nem todas as ações voltadas para o ASG tem esse driver, como por exemplo questões sociais de diversidade e “*gender pay gap*”. Portanto, a justificativa de “*doing-well-by-doing-good*” tem suas limitações.

Na opinião de GANIDIS e MIAZAD, o que solidifica o ASG não é a unicidade de assunto, mas o processo comum de consultar as partes interessadas e operacionalizar esse feedback em metas alcançáveis e mensuráveis para a companhia. Assim, a sustentabilidade assume dois pontos de vista tradicionalmente considerados antitéticos pelos teóricos do direito societário, a perspectiva do acionista e a perspectiva das partes interessadas (“*stakeholders*”), e os funde em uma abordagem coerente.

Antes da chegada do ASG, a mitigação de riscos desempenhava um papel muito limitado na governança corporativa. Em vez de restringir a assunção de riscos, a doutrina corporativa era projetada para encorajá-los, oferecendo ferramentas como a separação de entidades ou blindagem da administração sob o princípio do *business judgement rule* se os investimentos dessem errado, seguindo a perspectiva do acionista que, em busca de maiores retornos, aceita tomar mais risco. Com o tempo, o aprimoramento da governança fez com que as companhias criassem políticas de gerenciamento de riscos, além de órgãos de controles internos, porém sempre de um modo reativo, de forma a se conformar a uma certa lei ou regulamento. Por outro lado, a perspectiva dos *stakeholders* se diferencia daquela do acionista pelo fato de querer, primordialmente, limitar o

risco, ainda que possa causar um impacto financeiro negativo no curto prazo. A abordagem ASG pode ser vista como uma tentativa de convergência dessas duas perspectivas.

Em primeiro lugar, a inclusão do ASG ajuda as partes interessadas (*stakeholders*) a superar a ameaça de responsabilização e retaliação que muitas vezes prejudica a conformidade (*compliance*). Em última análise, a conformidade é um mecanismo que visa deter as violações por meio do monitoramento e impor sanções em um ambiente quase disciplinar quando as violações são detectadas. Embora a sustentabilidade evolua em torno de questões de interesse jurídico fundamental, ela emprega uma abordagem sem confronto. A sustentabilidade não aponta o dedo para indivíduos problemáticos específicos, mas, em vez disso, trata em termos mais amplos, enfatizando a cultura, os valores e os relacionamentos.

Em segundo lugar, o ASG ajuda a estabelecer confiança entre a companhia e seus *stakeholders*, com um fluxo informacional em ambas as direções. Ao demonstrar interesse e realizar iniciativas, a companhia também comunica aos *stakeholders* seu compromisso com os valores compartilhados, a serem comprovados na prática por meio de suas iniciativas. Assim, as partes interessadas têm maior probabilidade de confiar em uma companhia com uma função ASG mais bem-sucedida. Ao se comprometer com as metas de sustentabilidade, elas se comprometem a restringir seu arbítrio de forma a alinhar seus interesses mais estreitamente aos objetivos do governo.

Embora as vantagens informacionais do ASG ajudem a justificar sua popularidade, elas não explicam por que a governança corporativa começou a mudar nessa direção apenas na última década. Os autores argumentam que o impulso por trás do ASG resulta da transformação da estrutura acionária das companhias de capital aberto, agora dominada por investidores institucionais e, em particular, grandes gestores de ativos. Esses investidores são mais sensíveis ao risco do que os acionistas dispersos, porque eles não podem liquidar suas participações tão prontamente e, portanto, estão expostos a riscos que são mais difíceis de diversificar.

Os mecanismos tradicionais de governança corporativa, como divulgações trimestrais ou remuneração anual dos executivos, estão vinculados a um determinado período e, em particular, ao valor do lucro líquido no final desse período. Com poucos incentivos embutidos para considerar o longo prazo, os diretores e executivos precisam apenas se concentrar no que acontece durante seu tempo no comando. Em grandes companhias, o mandato médio do CEO é de 5 anos. Em contraste, o impacto de tais problemas nas companhias tornou-se uma questão importante para os gestores de

ativos que se comprometeram a deter blocos significativos de ações em nome de seus clientes. Quando todo um setor enfrenta uma grande desaceleração, os gestores de ativos entendem muito bem que as implicações inevitáveis repercutirão em sua base de clientes. Os gestores de ativos não podem se dar ao luxo de esperar que um desastre aconteça apenas depois que eles partirem, já que os horizontes de seus clientes duram décadas.

Se os administradores decidirem investir em ASG, terão dificuldade em convencer os acionistas de que valeu a pena. Eles podem tentar apresentar aos acionistas as implicações de uma crise iminente, caso não tivessem agido antes, embora a hipótese contrafactual dificilmente seja persuasiva. Caso os administradores não ponderem o ASG em sua decisão de investimentos, mesmo entendendo que sua companhia estará mais vulnerável a uma crise, ainda assim, é difícil prever quando essa crise atingirá seus negócios. Esse desalinhamento de incentivos entre administradores e acionistas é ainda mais agravado quando o problema em questão é multifacetado e exige ações coordenadas por companhias e governos em muitas frentes. As ações de uma única companhia, embora necessárias para produzir um resultado eficaz, são apenas um aspecto infinitesimal do problema.

Olhando para as partes interessadas, o ASG conseguiu transformar o conceito abstrato de conduta ética em uma estrutura operacional onde o impacto pode ser mapeado, medido e melhorado. Ao mesmo tempo, a abordagem do ASG ajuda as companhias a aumentarem sua legitimidade junto ao público, garantindo que as suas ações acompanhem as preocupações sociais mais amplas. Por meio deste canal, as companhias não precisam decidir por si mesmas o que é ético, mas podem aproveitar o feedback das partes afetadas, bem como se beneficiar de contribuições de outras companhias, da comunidade acadêmica ou mesmo de desenvolvimentos globais.

Na conclusão do artigo, os autores expõem que o ASG vê as companhias não apenas como um mecanismo de produção eficiente, mas como um mini-laboratório social onde as relações entre as partes interessadas estão em constante evolução em face de novos desafios crescentes. De uma perspectiva social agregada, esses laboratórios são essenciais porque são a primeira linha de defesa contra as principais questões sociais. Eles mobilizam recursos e utilizam dinâmicas que são simplesmente difíceis de envolver na abordagem abrangente de estatutos e regulamentos.

## 5.2. A Crítica de Damodaran

Os críticos mais radicais sobre a temática ASG alegam que se trata de uma onda, possivelmente passageira, de se criar uma aparência de “bondade” em torno de atividades comerciais e empresariais, de forma a criar um novo mercado de assessoria e consultoria, mas cujos fundamentos são vazios pois, na prática, as companhias continuarão com um foco principal no lucro. Um dos críticos mais contumazes é o professor da NYU Stern School of Business Aswath Damodaran, uma das principais referências acadêmicas em avaliação de empresas (“valuation”).

Em seu artigo “Doing Good or Sounding Good?” (Fazendo o Bem ou Soando Bem, em tradução livre), o professor demonstra um ceticismo em relação à agenda ASG, argumentando que seus os fundamentos ainda estão mal explicados ou não correspondem à propaganda que é feita, e que não seria a primeira vez na história das Finanças Corporativas que um conceito revolucionário é propagado como sendo uma solução para os problemas do mercado, somente para ser “desmascarado” tempos depois.

O primeiro desafio apresentado é como medir a qualidade do ASG, principalmente em relação ao aspecto social, uma vez que as medidas de impacto social são, em grande maioria, qualitativas, e não há consenso sobre quais impactos medir e qual peso atribuir. Ele cita artigos acadêmicos que compararam valores de ASG medidos por diferentes instituições e encontraram uma correlação muito baixa entre essas medidas, indicando que ainda não há objetividade ou consenso nessa questão. As diferenças são encontradas tanto nas métricas individuais de A, S ou G, quanto nas métricas de ASG combinado.

O segundo ponto é sobre a alegação de que o ASG é bom para todo mundo: para as companhias, por promover lucros maiores; para os investidores, que obterão maiores retornos; e para sociedade, pois as atividades voltadas para o ASG promoverão externalidades positivas como um meio ambiente mais sustentável e melhores condições de emprego, por exemplo. Entretanto, para que isso seja verdadeiro, é preciso avaliar como a adoção do ASG por uma companhia impacta (i) o valor dos seus produtos/serviços, bem como de seus insumos e (ii) a precificação de mercado de suas ações. Damodaran desenha alguns cenários sobre as consequências da adoção da ASG e quem seriam os “vencedores” em cada caso.

O autor cita estudos para demonstrar uma fraca relação entre aspectos ASG e lucratividade, sendo mais forte a relação com custos de captação. Em relação aos retornos, há evidências mistas.

Alguns estudos apontam maiores retornos investindo em companhias “ruins”, outros demonstram a mesma vantagem para companhias “boas”, e ainda há estudos que apontam que o ASG não exerce qualquer influência nos retornos, quando controlados outros parâmetros como a grande correlação entre ASG e companhias de tecnologia.

Damodaran conclui da seguinte forma:

Em minha opinião, o frenesi (hype) em relação ao ASG ultrapassou a realidade do que ele é e do que pode oferecer, e os jargões (buzzwords) não estão ajudando. É por isso que tentei subutilizar palavras como sustentabilidade e resiliência, dois destaques no léxico de defensores do ASG, ao escrever este texto. Acredito que o potencial de ganhar dinheiro com ASG para consultores, banqueiros e gerentes de investimento fez com que alguns deles propagassem o conceito, com reivindicações de recompensas baseadas em pesquisas ambíguas e inconclusivas, se não totalmente inconsistentes. A evidência, a meu ver, é matizada e pode ser resumida da seguinte forma:

- Há uma ligação fraca entre ASG e desempenho operacional (crescimento e lucratividade) e, embora algumas companhias se beneficiem de serem boas, não é verdade para todas. [...] A evidência é mais forte de que as companhias ruins são punidas, seja com custos de financiamento mais altos ou com maior incidência de desastres e choques. [...]
- A evidência de que os investidores podem gerar retornos excedentes positivos com investimento focado em ASG é fraca, e não há evidência de que o investimento ASG ativo seja melhor do que o investimento ASG passivo<sup>12</sup>, ecoando uma descoberta em grande parte da literatura de investimento ativo. [...]

O movimento ASG pode estar ganhando velocidade e trazendo companhias e investidores a bordo, mas quando tudo estiver dito e feito, muito dinheiro terá sido gasto, algumas pessoas (consultores, especialistas em ASG, medidores de ASG) terão se beneficiado, mas as companhias não serão mais socialmente responsáveis do que eram antes de ASG entrar no léxico empresarial. O que é necessário é um diálogo aberto, franco e detalhado sobre as políticas corporativas relacionadas a ASG, com a aceitação de que ser bom pode agregar valor em algumas companhias e pode destruir valor em outras, e que, no longo prazo, investir em boas companhias pode pagar durante os períodos de transição, mas muitas vezes se traduzirá em retornos mais baixos a longo prazo, em vez de retornos mais elevados.

### 5.3. Greenwashing

Conforme definição de BECKER-OLSEN e POTUCEK (2013), *greenwashing* refere-se à prática de promover falsamente os esforços ambientais de uma organização ou gastar mais recursos para promover a organização como verde do que é gasto para realmente se envolver em práticas ambientalmente corretas. Assim, *greenwashing* pode ser considerado como o ato de disseminar

---

<sup>12</sup> Investimentos ativo e passivo aqui se referem ao nível de gerenciamento aplicado na escolha dos investimentos. Um investimento ASG passivo consistiria em aplicar recursos em fundo de índice (ETF) que seja focado em marcadores ASG, enquanto no investimento ASG ativo, o investidor, ou o gestor por ele contratado, monta uma carteira própria de investimentos com base em sua análise, levando em consideração os marcadores de ASG como uma métrica de performance superior.



informações falsas ou enganosas sobre as estratégias, objetivos, motivações e ações ambientais de uma organização, com o objetivo de mascarar o seu real impacto ambiental.

O termo apareceu pela primeira vez em um ensaio de 1986, escrito pelo ambientalista Jay Westerveld, no qual ele afirmava que a indústria hoteleira promovia falsamente a reutilização de toalhas como parte de uma estratégia ambiental mais ampla; quando, na verdade, o ato havia sido concebido como uma medida de economia de custos. A partir daí o termo passou a ser utilizado para se referir a qualquer companhia ou organização que pareça adotar novas práticas ambientais que sejam, de fato, motivadas por economia de custos, ou que simplesmente façam uma organização parecer mais ecológica do que é na realidade.

Parte da confusão e do engano percebido gira em torno da ambiguidade associada às reivindicações do que seriam produtos ou serviços “verdes”, uma vez que não existe uma definição consensual sobre o assunto. Os grupos de interesse de defesa do meio ambiente sugerem a implementação de padrões mais claros, como os exemplificados pela Política Integrada de Produtos (IPP - Integrated Product Policy) da Comissão Europeia. O IPP definiu que os produtos que afirmam ser ecologicamente corretos devem ser capazes de comprovar seu impacto ambiental reduzido. No entanto, medir o desempenho ambiental de toda a companhia é ainda mais difícil e, mesmo quando as companhias lutam com questões relacionadas à redução de resíduos, poluição e emissões, grupos de defesa estão pedindo controles mais rígidos, maior intervenção governamental e métricas mais fortes. Como resultado, há casos em que, mesmo que as companhias estejam se movendo na direção certa, os grupos de defesa querem que elas se movam mais rápido ou mais longe e, portanto, sugerem que está ocorrendo um “*greenwashing*” se falarem sobre qualquer uma de suas iniciativas. Esse ambiente punitivo pode, de fato, ter um efeito bumerangue, pois as companhias hesitarão em falar sobre suas ações e, assim, vendo uma menor urgência e impacto de certos grupos de partes interessadas, avançarão com iniciativas ambientais em um ritmo mais lento. (BECKER-OLSEN e POTUCEK, 2013)

A prática de *greenwashing* pode ser mais disseminada do que se imagina. Em uma pesquisa<sup>13</sup> elaborada pelo instituto Harris Poll, a pedido da Google Cloud, foram entrevistados executivos (CEOs e outros diretores) de companhias de diversos setores, ao redor do mundo, e,

---

<sup>13</sup> FAST COMPANY. 68% of U.S. execs admit their companies are guilty of greenwashing. Disponível em: <https://www.fastcompany.com/90740501/68-of-u-s-execs-admit-their-companies-are-guilty-of-greenwashing>. Acesso em 27/07/2022

embora o tema sustentabilidade esteja elencado como uma das prioridades em sua atuação, 68% deles admitiu que as suas companhias já haviam praticado *greenwashing*. Outros números apontados pela pesquisa foram: 93% disseram que estariam dispostos a vincular sua remuneração às metas ASG, ou já o fazem; 65% disseram que, embora quisessem progredir nos esforços de sustentabilidade, na verdade não sabiam como fazer isso, enquanto apenas 36% dos executivos disseram que suas companhias tinham ferramentas de medição para rastrear seus esforços de sustentabilidade. Apenas 17% dos entrevistados disseram que estão usando dados de ferramentas de medição para otimizar suas estratégias de sustentabilidade.

A prática de mascarar ações e atividades de forma que pareçam mais aderentes a uma determinada regra de conduta, entretanto não é novidade nem mesmo no ASG. Embora a onda mais recente esteja ligada à questão ambiental, onde companhias tentam parecer mais “verdes” do que de fato são, a mesma simulação já havia sido questionada no passado em relação à governança corporativa, cujos padrões de boas práticas já estão estabelecidos há mais tempo. Ganham destaque há alguns anos, por exemplo, os critérios adotados para classificação de independência dos membros do Conselho de Administração. Os níveis diferenciados de governança da bolsa de valores B3, a exemplo do que acontece em outros países, exige que 20% das vagas do Conselho de Administração sejam ocupadas por conselheiros considerados independentes, estabelecendo determinados critérios para esta classificação. Porém, os critérios nem sempre são objetivos o suficiente para evitar situações em que a independência existe somente no papel. Um artigo da Revista Capital Aberto (YOKOI, 2011) jogava uma luz sobre essa questão:

A independência fajuta já mostrou seus efeitos também em fraudes como a da indiana Satyam. Na ocasião, o mercado questionou como a presença de conselheiros independentes não havia impedido as falcatruas contábeis orquestradas durante anos pelo fundador Ramalinga Raju e confessadas em janeiro de 2009. A resposta estaria na governança pró-forma: profissionais indicados pelo controlador, a despeito dos laços pessoais que os uniam, mas sob a chancela da independência conceitual. Uma pesquisa da Prime Database confirmou o cenário. Divulgada em 2009, apontou que 75% dos conselheiros independentes de companhias listadas na Bolsa de Mumbai possuíam ligações com os acionistas controladores. Em geral, eram amigos ou vizinhos.

[...]

O fato de a independência ser um aspecto qualitativo e de difícil definição acrescenta ainda mais subjetividade à avaliação de quem é, verdadeiramente, independente. Vide o caso UOL. Nos últimos meses, o controlador e seus acionistas travaram uma batalha diante do fechamento de capital. De um lado estava a companhia, disposta a deixar a Bolsa de Valores pagando o menor valor possível pelas ações em circulação. De outro, os minoritários, brigando pela melhor avaliação de seus papéis. No meio, João Alves de Queiroz Filho, conhecido como o Júnior da Arisco, eleito conselheiro independente do UOL em assembleia realizada em abril. A peleja—que terminou com a companhia elevando em 11,76% o preço inicialmente oferecido, de R\$17 para R\$ 19 — evidenciou dúvidas sobre a isenção que fora atribuída ao conselheiro. Representante legal de 25% do

capital social do UOL, Queiroz Filho é também signatário de um acordo de acionistas com a controladora FolhaPar. O documento não vincula seu voto ao da acionista controladora, mas não deixa de ser um elo forte, especialmente por prever o direito de preferência do grupo de mídia caso Queiroz Filho desejasse alienar sua participação.

### **5.3.1. A relação entre performance sustentável e comunicação sustentável**

Em um estudo publicado por IN e PARK (2019), investigou-se a relação entre a performance sustentável de companhias frente ao seu nível de comunicação sobre o tema. Segundo os autores, existe uma lacuna entre a busca pela sustentabilidade e as comunicações de sustentabilidade. Apesar de uma grande quantidade de dados ASG estarem disponíveis publicamente, uma boa parte dos dados não reflete adequadamente a verdadeira imagem da sustentabilidade ambiental das companhias. Ao contrário dos indicadores de desempenho financeiro, que ao longo do tempo se tornaram bem definidos e padronizados, ainda não foram estabelecidos critérios universalmente aceitos de avaliação ASG. Outro fator influente é o aumento dos canais de comunicação disponíveis para abordar o tema de sustentabilidade, fazendo com que algumas companhias passem mais tempo divulgando seus esforços ASG do que realmente endereçando essas questões em suas atividades. Os dados ASG são principalmente provenientes de suas próprias comunicações, tornando-as tendenciosas para o falso positivo, como acontece com o *greenwashing*. As principais fontes das métricas de avaliação ASG são baseadas no que a companhia compartilha com agências de classificação ou por meio de fontes de dados não estruturadas, como relatórios empresariais, mídia social, registros regulatórios, pesquisas, revistas, publicações comerciais e sites de notícias.

No estudo, foram identificadas tanto companhias que promovem em excesso, quanto as que não promovem o suficiente a sua sustentabilidade ambiental, ao que os autores se referem como *greenwashing* e “*silently green*”, respectivamente. Devido ao crescente ativismo de grupos de consumidores, ONGs e ativistas ambientais, penalizando companhias por meio de ações da mídia e de consumo, como boicotes a certas marcas, algumas companhias optam por permanecer caladas sobre suas melhorias ambientais e evitar a atenção do público, enquanto outras evitam falar sobre seus fracassos ou fornecem informações mínimas para evitar críticas. Torna-se fundamental para a implementação do ASG ter a possibilidade de avaliar com precisão a performance sustentável de uma companhia e poder incentivá-la a um progresso contínuo na melhoria de sua sustentabilidade.

Com base nos resultados obtidos, os autores indicam uma associação negativa entre a comunicação e a performance ambiental de uma companhia, possivelmente pela tentativa de compensarem uma performance ruim neste quesito, com uma maior propaganda sobre o tema. Apontam também que a companhia se torna mais comunicativa sobre o tema sustentabilidade, à medida que a atenção do público aumenta, seja essa pressão pública causada por fatores externos, como atenções sociais/políticas e efeitos regulatórios, seja por fatores internos, relacionados com o seu propósito econômico e estratégico. Em terceiro lugar, concluem que o nível de comunicação de uma companhia pode estar atrelado a incentivos de mercado: companhias menos comunicativas apresentavam índices financeiros, tais como relação preço/lucro (P/L) e lucro por ação (LPA) menos vantajosos do que companhias mais vocais quanto ao tema.

Em resumo, os autores concluem que empresários e investidores já estão cientes de que a sustentabilidade pode trazer maiores benefícios como reputação aprimorada, envolvimento de partes interessadas e maior conscientização e fidelidade do cliente. No entanto, experiências anteriores dizem que esses benefícios só podem ser materializados se a sustentabilidade for comunicada de uma forma que realmente chame a atenção do público certo e convença a audiência que eles deveriam se importar. As duas barreiras críticas identificadas foram: (i) as companhias ainda não dominaram como sua comunicação de sustentabilidade pode se transformar em valor; e (ii) os tomadores de decisão têm que correr muitos riscos divulgando mais informações sobre o ASG da companhia, especialmente quando a divulgação é voluntária e discricionária, temendo que, a sua honestidade em relação ao seu histórico sobre tema traga consigo críticas das ONGs e outros ativistas. Algumas companhias, na tentativa de não se gabar de suas conquistas, adotaram a abordagem oposta e se tornaram neutras na forma como comunicam sua história de sustentabilidade.

## 6. Conclusão

Com base em todas as informações que foram apresentadas neste estudo, a primeira conclusão que transparece é a de que, apesar de todas as críticas e falhas apontadas, o movimento ASG é uma realidade e não uma “moda” passageira como alguns acreditavam. Uma das evidências da perenidade dessa agenda é a sua popularidade entre os mais jovens. Estudos têm demonstrado a importância dada pelas novas gerações aos fatores de sustentabilidade e a agenda social das companhias, seja no papel de consumidores ou de investidores. Um relatório elaborado pela área de pesquisa do conglomerado financeiro MSCI<sup>14</sup> apontou que, nos Estados Unidos, os *millennials*<sup>15</sup> compõem a faixa demográfica mais numerosa, com aproximadamente 80 milhões de pessoas e espera-se que este venham a herdar 30 trilhões de dólares de seus ascendentes nas próximas décadas. Ainda, 95% desses *millennials* tinham interesse em investimentos sustentáveis, em 2019, e 57% intencionalmente pararam ou se recusaram a investir em uma companhia por causa do impacto de seus produtos na saúde ou bem-estar das pessoas.

Em relação ao estágio em que a agenda ASG se encontra atualmente, é possível verificar que houve um primeiro momento de popularização de suas ideias que resultou em uma proliferação de normativos e padrões de reporte. Várias organizações e entidades decidiram criar regras para a divulgação de informações relativas aos três fatores, um pouco pela ausência de referências anteriores e também por uma tentativa de pioneirismo na área. Após essa profusão de regulamentos, começou-se a observar que a multiplicidade de regras poderia estar atrapalhando mais do que ajudando, inclusive fornecendo insumos para os críticos da agenda apontarem seus defeitos. É nítido que duas das principais críticas elaboradas quanto ao ASG, a falta de comparabilidade entre as informações de cada companhia, e o custo adicional que as companhias têm devido às atividades de *compliance* com essas regulações, são profundamente amplificadas quando há diversas regras diferentes sendo aplicadas. Portanto, após esse primeiro momento de surgimento de normas, o que se vê no momento é uma tentativa de consolidação em torno de alguns padrões principais que tem se destacado dentre os demais.

---

<sup>14</sup> MSCI. Swipe to Invest: The Story Behind Millennials and ESG Investing. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/10199/07e7a7d3-59c3-4d0b-b0b5-029e8fd3974b>. Acesso em: 01/06/2022.

<sup>15</sup> *Millennials*, também conhecidos como geração Y, geralmente são definidos como pessoas nascidas entre 1981 e 1996

Como toda nova temática, o ASG está cercado de controvérsias e há tanto defensores quanto detratores com argumentos válidos sobre o assunto. É esperado que uma agenda impactante como esta traga polêmicas num primeiro momento, mas estas discussões estão sendo relevantes para o aprimoramento das regras estabelecidas, e os debates tenderão a ser suavizados no futuro. O próprio John Elkington, citado no 2º capítulo como um dos pioneiros da sustentabilidade, afirmou em recente entrevista ao Jornal Valor Econômico<sup>16</sup>, ao ser perguntado sobre *greenwashing*, o seguinte:

O debate ESG é importante, é parte da curva de aprendizado do mercado financeiro. Mas eu acho que muito disso é ilusão. Quando a comissão europeia publicou sua taxonomia sobre sustentabilidade, US\$ 2 trilhões em ativos foram etiquetados com o selo sustentável e determinou-se que ficassem restritos a investimentos no tema. É uma ilustração de que o mercado financeiro está passando por um período de frenesi e todos querem ter fundos ESG. Não é necessariamente *greenwashing*, porque precisamos disso. Mas isso é igualmente excitante e perigoso. Nos próximos 15 anos, acredito, haverá muita pressão por ações para a agenda de sustentabilidade para desacelerar o aquecimento global e endereçar a emergência da perda de biodiversidade. Em algum aspecto meu otimismo vem mais pelo caos e da probabilidade de essas emergências criarem ainda mais caos. Isso, em última instância, nos forçará a fazer coisas que agora achamos inimagináveis.

Alguns desafios se colocam, neste momento, para os órgãos reguladores e as outras entidades envolvidas na temática. O primeiro deles é como criar uma estrutura padronizada que possa trazer métricas mensuráveis, ou seja, para além das informações qualitativas, estabelecer dados quantitativos que possam apresentar de forma clara a performance ASG de uma companhia ou atividade, da mesma maneira que as demonstrações financeiras refletem sua performance econômica e financeira. O segundo desafio, que pode ser considerado derivado do primeiro, é como padronizar a apresentação desses dados, que serão reportados em diferentes países e diferentes jurisdições regulatórias, de forma a permitir uma comparabilidade entre eles. Ou seja, em um mundo que o mercado de capitais é cada vez mais globalizado, é necessário que um investidor possa, por exemplo, comparar um relatório ASG de uma companhia inglesa com o de uma companhia chinesa, de forma a ter uma noção clara de qual possui uma melhor performance em cada quesito. O terceiro desafio relevante é o de como evitar o “*greenwashing*”, isto é, como evitar que a performance ASG seja utilizada de forma mascarada, fornecendo aparência de sustentabilidade, sem que isso reflita a realidade dos negócios daquela companhia, e quais os instrumentos adequados para fazer essa verificação.

---

<sup>16</sup> VALOR ECONOMICO. “Mercado financeiro passa por um frenesi”, diz John Elkington, pai do Tripé da Sustentabilidade. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/08/10/mercado-financeiro-passa-por-um-frenesi-diz-john-elkington-pai-do-tripe-da-sustentabilidade.ghtml>. Acesso em: 10/08/2022

Um ponto importante a ser destacado é de que não há dúvidas de que a agenda ASG pode representar uma vantagem competitiva, e sua aparente contraposição ao resultado financeiro de uma companhia dependerá muito do nível de profundidade em que ela avançará em cada um dos fatores. Em outras palavras, todas as companhias podem se beneficiar economicamente de aprimoramentos nas três áreas do ASG. No plano ambiental, por exemplo, o aumento na eficiência dos processos de forma a reduzir a utilização de matéria-prima, bem como a geração de resíduo, pode se traduzir em aumento da lucratividade ainda no curto prazo. Mudando o foco para o longo prazo, a diminuição de atividades poluidoras e demais impactos no meio ambiente poderá resultar em uma redução de custos no futuro, seja pela reversão na escassez de insumos ou por evitar uma maior tributação desse tipo de atividade.

No plano social, os benefícios de curto prazo são mais difíceis de se enxergar, mas estarão concentrados no aumento da receita da companhia em função de um aumento na venda de seus produtos e serviços decorrente de um consumo consciente, em que o público-alvo passe a valorizar a marca por conta de uma atitude socialmente responsável. Uma companhia que “trate bem” seus funcionários, ou seja, tenha políticas de diversidade e inclusão, crie um ambiente de trabalho mais favorável, além de políticas de benefícios vantajosas, poderá colher benefícios de médio e longo prazo devido a uma atração maior de mão-de-obra disposta a trabalhar para si. Ou seja, as pessoas estarão dispostas a ganhar um salário menor para trabalhar em uma companhia inclusiva, com um ambiente acolhedor, diminuindo assim o custo de mão-de-obra, aumentando-se o lucro.

Em relação à governança, talvez seja o fator mais difícil de se alcançar um benefício econômico, uma vez que a maioria das companhias, principalmente aquelas de capital aberto já estão sujeitas a diversas regras de governança seja pela legislação ou por autoridades regulatórias. Isso faz com que os aprimoramentos possíveis de governança talvez sejam muito marginais para resultar em uma diminuição significativa de custo ou melhoria na percepção do mercado consumidor. De toda forma, a tradução de uma melhor governança em redução de custos de uma companhia se daria pela diminuição do custo de capital, ou custo de captação. Isto quer dizer que os eventuais credores de uma companhia com uma boa governança estariam dispostos a cobrar juros mais baixos devido a esse fator, bem como os investidores precificariam as ações de tal companhia a um valor mais alto decorrente da governança aprimorada. Isto ocorre devido a uma confiança de credores e acionistas que os mecanismos de governança serão suficientes para minimizar possíveis desvios que afetem a rentabilidade do negócio.

A agenda ASG, portanto, tem seu mérito enquanto vantagem competitiva e não pode ser encarada simplesmente como uma estratégia de marketing, ainda que algumas companhias possam limitar sua atuação dessa maneira. Alguns aspectos que ainda estão para ser definidos serão essenciais para determinar a efetividade do ASG. Um desses aspectos é o nível de profundidade em que vai se dar a regulação da matéria. Uma imposição muito forte e rápida da agenda pode resultar em uma reação contrária, devido aos custos de adaptação e à desconfiança de alguns participantes do mercado de capitais sobre a sua real necessidade. Por outro lado, uma abordagem muito suave, pode fazer com que seja somente uma “história bonita”, sem que traga impactos verdadeiros no mercado. Isso só o tempo irá dizer.

Conforme apontado, no âmbito nacional, a abordagem da CVM enquanto regulador do mercado de capitais tem sido a de incrementos gradativos nas exigências de *disclosure* de informações ASG, sendo a Resolução CVM nº 59/21 sua etapa mais recente. Tal abordagem tem como princípio a minimização dos custos de observância às novas regras, de forma que o ônus adicional de conformidade não supere os benefícios trazidos, além de estar suportada em uma análise de impacto regulatório, conforme previsão legal. É relevante notar que muitas companhias multinacionais estarão submetidas a regulamentos de ASG diferenciados, de acordo com cada jurisdição em que estiver presente, multiplicando-se os custos de elaboração de diferentes relatórios sobre o mesmo tema. Portanto, é de extrema importância que haja esse movimento de consolidação dos normativos em torno daqueles escolhidos como principais, e que novas regras que venham a ser criadas se utilizem desses modelos como ponto de partida. Como exemplo disto, temos o item 1.9 do novo Formulário de Referência, em que a companhia deve se manifestar se produz algum relatório ASG, informando qual o modelo utilizado, e se considera “*os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)*” e “*as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD)*”, contudo sem criar um novo padrão de relatório para essas informações.

Caso a entidade reguladora decida criar regras mais restritivas, ou desenvolver novos padrões, que tragam maiores impactos para os custos de conformidade, uma opção seria a utilização de um *sandbox* regulatório, ou uma regulação experimental, de forma que a avaliação da efetividade da norma possa ocorrer de modo simultâneo com a sua aplicação. De todo modo, aparentemente, a abordagem mais cautelosa e progressiva, como é o caso da CVM apontado acima, tem se demonstrado como a mais adequada para a regulação ASG.



## 7. Referências

ANBIMA. **Guia ASG: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento** Janeiro, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em 21/05/2021

BRASIL (2021) **Guia para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório (AIR)**. Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade – SEAE. Brasília: Ministério da Economia. Disponível em: [https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/abril/arquivo/af\\_min\\_guia\\_tecnico\\_plano\\_plurianual\\_alta.pdf](https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/abril/arquivo/af_min_guia_tecnico_plano_plurianual_alta.pdf). Acesso em: 15/06/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sandbox Regulatório**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em: 21 de janeiro de 2022.

BECKER-OLSEN, Karen, POTUCEK, Sean (2013). Greenwashing. In: Idowu, S.O., Capaldi, N., Zu, L., Gupta, A.D. (eds) **Encyclopedia of Corporate Social Responsibility**. Springer, Berlin, Heidelberg. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-642-28036-8\\_104](https://doi.org/10.1007/978-3-642-28036-8_104). Acesso em 27/06/2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 1: direito de empresa**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sandbox Regulatório**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/sandbox-regulatorio>. Acesso em: 21 de janeiro de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **A agenda ASG e o Mercado de Capitais**. Maio de 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf>. Acesso em: 21 de junho de 2022.

DAMODARAN, Aswath. **Sounding good or Doing good? A Skeptical Look at ESG**. Set/2020. Disponível em: <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/09/sounding-good-or-doing-good-skeptical.html>. Acesso em: 15/06/2021

EUROPEAN COMMISSION. **Corporate sustainability reporting**. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en). Acesso em: 29/07/2022

FEBRABAN. **Guia Explicativo Da Taxonomia Verde Da Febraban**. Janeiro de 2021. Disponível em: [https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Guia%20Explicativo%20da%20Taxonomia%20Verde%20da%20FEBRABAN\\_DEZ2021.pdf](https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Guia%20Explicativo%20da%20Taxonomia%20Verde%20da%20FEBRABAN_DEZ2021.pdf). Acesso em: 20/01/2022

FERREIRA, Jussara Suzi Assis Borges. Função Social e Função Ética da Empresa. In: Revista Argumentum de Direito da Universidade de Marília – Unimar. v. 4. 2004. Disponível em: <http://ojs.unimar.br/index.php/revistaargumentum/article/view/699/352>. Acesso em: 20/06/2022

FIBRAS Finanças Brasileiras Sustentáveis. **Taxonomia em Finanças Sustentáveis: panorama e realidade nacional**. 2021. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2021/04/Taxonomia-em-financas-sustentaveis-Panorama-e-Realidade-Nacional.pdf>. Acesso em: 14/06/2021

FINK, Larry. **Larry Fink's 2020 Letter To CEOs – A Fundamental Reshaping of Finance**. Jan 2020. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 30/10/2021

FRIEDMAN, Milton. **A Friedman doctrine-- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits**. The New York Times, Nova Iorque, 13 set. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 17/05/2021

GADINIS, Stavros. MIAZAD, Amelia. **Corporate Law and Social Risk**. Fevereiro de 2020. Vanderbilt Law Review. (submetido à publicação). Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3441375>. Acesso em: 20/05/2021

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. Coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas**. São Paulo, SP: IBGC, 2016.

IN, Soh Young. PARK, Ki Young. **When Do Firms Oversell or Undersell Environmental Sustainability?: An Empirical Analysis of Sustainability Communications**. July 17, 2019. Stanford Global Projects Center Working Paper Series, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3264923>. Acesso em: 25/06/2022

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2015.

JENSEN, Michael C. MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics. Rochester, EUA. out. 1976. p. 305-360.

NAGANO, R. T.; KASSAI, J. R.; KUSSABA, C. T.; CARVALHO, L. N. G. de. **A Evolução dos relatórios de sustentabilidade e a necessidade da Obrigatoriedade de sua asseguaração por terceiros**. In: II Simpósio Internacional de Gestão de Projetos e I Simpósio Internacional de Inovação e Sustentabilidade, São Paulo, 2013. Anais... II SINGEP e I S2IS, 2013. Disponível em: <http://repositorio.uninove.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/574/646-1173-1-RV.pdf?sequence=1>

OCDE (2020). **Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies**. Disponível em: [https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/developing-sustainablefinance-definitions-and-taxonomies\\_134a2dbe-en.htm](https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/developing-sustainablefinance-definitions-and-taxonomies_134a2dbe-en.htm). Acesso em: 10/05/2021

PRINCÍPIOS PARA O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL (PRI). Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>. Acesso em 14/10/2021.

REDECKER, Ana Cláudia. TRINDADE, Luiza de Medeiros. Práticas de ESG em Sociedades Anônimas de Capital Aberto: um Diálogo entre a Função Social Instituída pela Lei nº6.404/76 e a Geração de Valor. **Revista Jurídica Luso Brasileira**, Lisboa/Portugal, Ano 7, nº 2, p. 59-125, mar./abr. 2021. Disponível em: [https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/2/2021\\_02\\_0059\\_0125.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/2/2021_02_0059_0125.pdf)

TCFD. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Junho de 2017. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>. Acesso em 20/05/2022

THE GLOBAL COMPACT. **Who Cares Wins**. Dezembro, 2004. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>. Acesso em: 23/06/2021

YOKOI, Yuki. Independência Fajuta. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ed. 99, p. 30-34, nov. 2011.