

# A NECESSIDADE DE REGULAMENTAÇÃO APROPRIADA DOS PADRÕES DE ESG NO TERRITÓRIO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE COMPARATIVA COM A REGULAMENTAÇÃO EUROPEIA

Adequate regulation of ESG standards in Brazil: a comparative analysis with European regulation

Received: 15/12/2020

Accepted: 03/02/2021

DOI: <https://doi.org/10.37497/esg.v4issue.1586>

Ana Paula Roberti Cristofolini<sup>330</sup>

Carolina Lanzini Scatolin<sup>331</sup>

## RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar a regulamentação europeia e brasileira acerca dos padrões de ESG, de modo a averiguar se seria recomendável - e até mesmo benéfico para as empresas brasileiras, que poderiam se aproveitar o fluxo de investimentos nacional e estrangeiro para os ativos que adotam boas práticas de ESG - o aperfeiçoamento normativo brasileiro, não tão detalhado e esparso, para que esteja alinhado com a prática global, especialmente europeia. Para isso, foi realizada pesquisa legislativa e regulatória, bem como de produção acadêmica especializada sobre o assunto. Foi necessário, para compreender o fenômeno da valorização do ESG como um todo, a utilização de análise da evolução histórica e das boas práticas do mercado financeiro.

## PALAVRAS-CHAVE

ESG; regulamentação; governança; investimento.

## ABSTRACT

This article aims to analyse the European and Brazilian regulation about ESG standards, in order to verify if it would be recommendable - or even beneficial to the Brazilian corporatives, that could take advantage of the flow of Brazilian and foreign investments that have been directed at players who adopt ESG practices - to perfect the Brazilian normative, currently sparse and rather incomplete, so it could be aligned with the international practice, specially European. For this, legislative and regulatory research was carried out, as well as specialized production on the subject. In order to understand the phenomenon of the appreciation of the ESG as a whole, it was necessary to use analysis of historical evolution and good practices in the financial market.

## KEY WORDS

ESG; regulation; governance; investment.

<sup>330</sup> Bacharela em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, pós-graduanda em Finanças pela Universidade de São Paulo – USP (Fundace/USP) e advogada na área de Mercado de Capitais no escritório Freitas Leite & Avvad Advogados, de São Paulo, São Paulo, Brasil. Telefone: +55 47 999231620, e-mail: <acristofolini@freitasleite.com.br>. LinkedIn: <<https://www.linkedin.com/in/ana-paula-roberti-cristofolini-087725a6/>>.

<sup>331</sup> Bacharela em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, mestranda em Direito na Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, membro do Grupo de Estudo e Pesquisa em Direito Empresarial da UFSC – GEPDE, advogada no escritório Cavallazzi, Andrey, Restanho & Araujo Advocacia S/S de Florianópolis, Santa Catarina, Brasil. Telefone +55 48 996640288, e-mail: <carol.scatolin@gmail.com>. LinkedIn: <<https://www.linkedin.com/in/carolina-lanzini-scatolin-0b629a176/>>.

# 1. INTRODUÇÃO

Considerando o avanço dos debates sobre a valorização do ESG – sigla inglesa para “*Environmental, Social and Governance*” –, tanto no Brasil quanto internacionalmente, essa pesquisa visa averiguar eventual necessidade, bem como possíveis benefícios decorrentes de uma adequada regulamentação dos padrões de ESG em território brasileiro, tendo como ponto inicial a análise da normatização consolidada da Europa. Por fim, buscar-se-á identificar os impactos do distanciamento entre as legislações brasileira e europeia no mercado de capitais brasileiro, bem como no fluxo de investidores brasileiros e estrangeiros.

Inicialmente, deve-se esclarecer o significado da sigla *ESG*. Os termos que a compõe traduzem para o português como “Ambiental, Social e Governança”. Assim, em breve resumo, *Environmental* está ligado ao impacto ambiental e as providências para diminuí-lo ou neutralizá-lo; *Social* é decorrente do comprometimento com o bem-estar de todos os colaboradores da empresa, além da responsabilidade para com o consumidor e sociedade; e *Governance* engloba os processos internos de governabilidade objetivando dar transparência e segurança aos investidores. Quando se trata do mundo do mercado de capitais, o investimento ESG é aquele que agrega as questões ambientais, sociais e de governança como parâmetros na análise de uma empresa de forma abrangente.

Através da análise do comportamento dos investidores nos últimos anos, verifica-se uma tendência de prioridade de capitalização de empresas que adotam as práticas de *ESG*, tendo tal movimento, inclusive, auxiliado na valorização desses ativos. O impacto é tanto que os padrões de *ESG* passaram a ser considerados como critérios para o *valuation*<sup>332</sup> das empresas listadas em bolsa.

No Brasil, a adoção de práticas de *ESG* segue em estágio inicial, especialmente por força da ausência de normativa única acerca das diretrizes adequadas de tais práticas, o que acaba por colocar as empresas listadas na bolsa brasileira em descompasso com a prática internacional, especialmente europeia.

Sendo assim, busca-se averiguar se a aproximação do ordenamento brasileiro às normativas consolidadas na Europa seria adequada e benéfica ao mercado de capitais brasileiro, que poderia aproveitar o fluxo de investimentos que vem se direcionando aos *players* do mercado que adotam as boas práticas socioambientais e de governança corporativa.

Para apresentar adequadamente essas premissas, o trabalho se divide em três capítulos. O primeiro apresentará o modelo regulatório adotado na União Europeia (UE), referência em boas práticas de *ESG*, e, em seguida, o atual formato normativo no Brasil. O capítulo inicial servirá de base para o seguinte, no qual será abordado a influência do *ESG* no fluxo de investimentos no âmbito brasileiro e internacional, demonstrando porque a adequação dos padrões de *ESG* brasileiros ao padrão europeu é medida necessária e benéfica para as empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira<sup>333</sup>.

O método adotado para pesquisa foi dedutivo, com auxílio dos métodos históricos e comparativos. Foi utilizada pesquisa legislativa e regulatória, bem como de produção acadêmica especializada sobre o assunto. Foi necessária, para compreender o fenômeno do *ESG* como um todo, a análise da evolução histórica e das boas práticas do mercado financeiro, o que se deu, majoritariamente, através de reports produzidos

<sup>332</sup> *Valuation* pode ser entendido como o resultado de processo de auditoria realizado para a avaliação do negócio, através do levantamento da situação econômico-financeira, jurídica, contábil e fiscal da companhia, de modo a revelar a totalidade dos ativos e passivos (REBELO, 2013, p. 1.532-1.602).

<sup>333</sup> Conforme elucida André Cruz, a Bolsa de Valores Brasileira (B3 - Bolsa, Brasil, Balcão) não é um órgão integrante do aparato estatal, mas associação privada formada por sociedades corretoras que atuam com a autorização da CVM (CRUZ, 2019, p. 389). Os papéis presentes na Bolsa são negociados livremente e de maneira pública, obedecendo às regras do mercado mobiliário.

por órgãos internacionais e empresas de auditoria.

## 2. O ESG

Conforme destacado, *ESG* advém de “Ambiental, Social e Governança”. Tal conceito, no ambiente econômico, adquire importância adicional, sendo utilizado para verificar a adequação da empresa aos padrões considerados desejáveis para as questões ambientais, sociais e de governança, representando critério de *valuation* das empresas de capital aberto.

Em artigo recente, Marcella Ungaretti, destrincha os principais pontos de cada uma das letras que compõem a sigla *ESG*, de modo a esclarecer o que é mais comumente analisado ao falarmos desses fatores - sem que se pretenda, importante ressaltar, exaurir o assunto<sup>334</sup>.

São eles, dentre outros, fatores ambientais: uso de recursos naturais, emissões de gases de efeito estufa, eficiência energética, poluição, gestão de resíduos e efluentes; fatores sociais: políticas e relações de trabalho, inclusão e diversidade, engajamento dos funcionários, direitos humanos, relações com comunidades, privacidade e proteção de dado; e fatores de governança: independência do conselho, política de remuneração da alta administração, estrutura dos comitês de auditoria e fiscal.

A autora prossegue, pontuando que as empresas que decidem por adequar seus padrões de sustentabilidade, preocupação social e governança corporativa adquirem, com o tempo, vantagem competitiva perante seus pares devido a adoção cada vez mais expressiva do *ESG* como critério de *valuation*.

Ainda que tal discussão tenha adquirido expressiva relevância apenas recentemente no Brasil, a importância da adoção de padrões adequados para empresas vem sendo, há anos, objeto de atenção na União Europeia - exemplo mundial das boas práticas, conforme se verá a seguir.

### 2.1. Legislação europeia

Em 2018, a Comissão Europeia apresentou proposta de regulamentação - COM/2018/353 - para o enquadramento do investimento sustentável, estabelecendo critérios uniformes para determinar se uma atividade econômica pode ser sustentável. A proposta foi aprovada e tornou-se o Regulamento 2020/852, o qual, juntamente com a proposta, serão analisados a seguir.

Importante destacar que estas não foram as primeiras normativas que a União Europeia expressou sua preocupação com o desenvolvimento sustentável. Nos anos 90, foram editadas a Diretiva 91/676 do Conselho de 1991, relativa à proteção das águas contra poluição por nitratos de origem agrícola, e a Diretiva 92/43 do Conselho de 1992, relativa à preservação dos habitats naturais, fauna e flora selvagens europeias.

Nos anos 2000, a UE manteve a conduta de preservação e atenuação dos danos ao meio ambiente mediante a Diretiva 2009/147/CE, objetivando a conservação das aves selvagens, dos Regulamentos nº 995/2010, fixando as obrigações dos operadores que inserem madeira no mercado e dos produtos de madeira, e nº 1143/2014, acerca da prevenção e propagação de espécies exóticas invasoras.

Além disso, em 2019, o Regulamento 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho - relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros - conceituou investimento sustentável como:

---

<sup>334</sup> UNGARETTI, 2020, p.4.

Como exemplo, Paula Forgioni, defende que, ao promover o desenvolvimento econômico do país, os contratos empresariais já preenchem sua função social<sup>343</sup>.

O aspecto social enquanto critério de *valuation* pertencente ao *ESG* vai além da função social, implica a participação ativa da empresa no desenvolvimento social do país através de mecanismos de inclusão e combate às discriminações.

Por fim, a governança corporativa, ainda que por último, está longe de ser fator menos preponderante no *ESG*. De fato, a análise histórica demonstra que a governança tende a ser o primeiro dos fatores a ser desenvolvido pelas companhias abertas, muito em razão do ganho financeiro que pode surgir da prática de mecanismos administrativos mais eficientes e justos. Não surpreendentemente, no Brasil, os critérios de governança corporativa possuem regulamentação mais apurada dos componentes do *ESG*.

Conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), governança corporativa é “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e favorecer a sua longevidade ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores”<sup>344</sup>. A CVM vai além, reconhecendo que, no momento de tomada de decisão de um investidor, práticas de governança corporativa são critério diferenciador, vez que repercutem na gestão da empresa e, até mesmo, na redução de custos de capital<sup>345</sup>.

O movimento pelas melhores práticas de Governança Corporativa iniciou na década de 90, alcançando significativa importância com o lançamento do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999<sup>346</sup>. Todavia, apenas com a criação pelo Bovespa (atualmente B3) dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) que as práticas se difundiram efetivamente nas companhias abertas<sup>347</sup>.

De lá para cá, viu-se constante evolução, que segue a linha das práticas europeias e levou à criação de diversos códigos que estabeleceram as melhores práticas de governança e *compliance*<sup>348</sup> às empresas brasileiras - sejam elas listadas em bolsa, ou não.

Em 2016, diversas agências regulatórias brasileiras formaram o Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes) para lançar o Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas, buscando padronizar o comportamento das empresas brasileiras no que tange à governança corporativa.

Em 2016, diversas agências regulatórias brasileiras formaram o Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes) para lançar o Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas, buscando padronizar o comportamento das empresas brasileiras no que tange à governança corporativa.

Otávio Yazbek pontua que o surgimento de códigos sobre governança corporativa está relacionado à crescente participação dos investidores institucionais no mercado de capitais. Conforme pontua o autor, esses investidores causam “aumento da demanda por melhores práticas na organização das companhias e mesmo no desenvolvimento de suas atividades - demandas que transcendem em muito a criação de salvaguardas formais”<sup>349</sup>.

---

<sup>343</sup> FORGIONI, 2020.

<sup>344</sup> CVM, 2014, p. 142.

<sup>345</sup> Ibid, p. 143.

<sup>346</sup> SILVA, 2016, p. 70.

<sup>347</sup> OLIVÉRIO, 2016, p. 71.

<sup>348</sup> Marco Larrate define *compliance* como sendo o que determina que “os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações” (LARRATE, 2013, p. 34)

<sup>349</sup> YAZBEK, 2014, p. 123.

Por fim, a análise da legislação europeia, bem como dos pontos que incentivaram a sua promulgação, permite identificar a necessidade e os benefícios de uma regulamentação unificada, tanto para o investidor - ao ter mais segurança nos seus investimentos - quanto para a própria empresa que sucede em seguir adequadamente os critérios de *ESG* - ao valorizar o valuation das suas atividades econômicas.

## 2.2. Legislação brasileira

O Brasil, ainda que, assim como a União Europeia, signatário do Acordo de Paris (compromisso global de reduzir a temperatura do planeta), não possui regulamentação consolidada sobre critérios *ESG* para investimentos sustentáveis.

Isso não significa ausência de normativa sobre os três pontos que envolvem o *ESG*, mas sim que a legislação ou regulamentação disponível não é voltada e não exaure os pontos do Regulamento nº 2020/852, o que pode refletir negativamente no país enquanto alvo de investimentos.

Quanto à sustentabilidade ou proteção ao meio ambiente, o Brasil possui tanto legislação Federal quanto Estadual abrangentes e, até certo ponto, rigorosas e, ainda, é signatário do Acordo de Paris, com meta de zerar o desmatamento ilegal até 2030. Todavia, o cumprimento das normas vigentes carece de efetividade.

A exemplo disso: o aumento do desmatamento no ano de 2020 que, conforme Herton Escobar em reportagem no Jornal da USP, “contraria uma série de compromissos legais, políticos e diplomáticos assumidos pelo Brasil nos últimos anos - incluindo, ainda, o Decreto 9.578/2018, referente à Política Nacional sobre Mudança do Clima”<sup>340</sup>.

Não suficiente, a ideia de desenvolvimento econômico sustentável está expressa na Constituição Federal de 1988, determinando a obrigatoriedade da ordem econômica observar o princípio da defesa do meio ambiente (art. 170, VI). De acordo com Romeu Thomé, a inclusão do princípio é “clara indicação constitucional da necessidade de harmonização entre a atividade econômica e a preservação ambiental”<sup>341</sup>.

Além do art. 170, a Constituição Federal, no art. 225, estabelece o direito dos cidadãos brasileiros ao “meio ambiente ecologicamente equilibrado bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações”.

Ainda, quanto ao requisito da sustentabilidade das empresas, é preciso ter ciência que este se refere a forma com que a empresa lida com o meio ambiente, o impacto que esta tem sobre ele e o que faz para reduzir ou compensar danos. Ademais, conforme ensina Fabiano Melo Gonçalves de Oliveira, a proteção ambiental deve ter caráter preventivo, porque os danos ambientais, uma vez efetivados, são praticamente irreversíveis<sup>342</sup>.

A Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/73), segue a mesma linha, mencionando, nos arts. 116 e 154, a questão do interesse social e a necessidade de que sejam consideradas as exigências do bem público e da função social da empresa. A lei ainda menciona a necessidade de respeitar os “direitos e interesses dos trabalhadores e da comunidade onde atua”, ao recordar a responsabilidade social da empresa (art. 116, p.u.).

Embora seja possível defender que há previsão legislativa no diplomas legais brasileiros (tanto no Código Civil quanto na Lei das S.A.s) acerca da função social dos contratos da atividade empresarial, fato é que parcela da doutrina e jurisprudência brasileira caminha no sentido de que a função social se restringe ao aspecto econômico.

<sup>340</sup> Disponível em: <<https://jornal.usp.br/ciencias/desmatamento-da-amazonia-dispara-de-no-vo-em-2020/>> Acesso em 17 jan. 2021.

<sup>341</sup> THOMÉ, 2015, p. 62.

<sup>342</sup> OLIVEIRA, 2017, p. 89.

Seguindo a linha ambiental, a proposta define, em seu artigo 19, os critérios técnicos de avaliação da sustentabilidade. De acordo com a normativa, tais critérios devem considerar os requisitos constantes na legislação Europeia, além de serem de fácil aplicação e verificação e possuírem clareza jurídica para que não causem confusões ou distorções.

A normativa possui, ainda, cláusula de revisão, na qual a Comissão Europeia está obrigada a publicar relatório de avaliação sobre a aplicação dessa legislação e sobre eventual necessidade de modificação a cada três anos. Essa cláusula objetiva manter a legislação atualizada e adequada à realidade que os ativos econômicos se encontram. Tal medida é de sensível importância, considerando a evolução acelerada e exponencial da economia como um todo e, em contrapartida, o procedimento burocrático que, normalmente, envolve mudanças normativas.

Até esse ponto, pode parecer que o Regulamento concentrou suas forças em critérios unicamente ambientais, a despeito das demais categorias do *ESG*. Mas a análise cautelosa da legislação, em especial dos Considerandos, permite identificar rica discussão sobre questões sociais e de governança que a norteiam como um todo. Menciona-se, por exemplo, a importância da transparência a respeito dos ativos sustentáveis.

O Considerando 18 expõe que como forma de evitar prejuízo aos interesses dos investidores, os gestores de fundos e os investidores institucionais devem divulgar como e em que medida usam os critérios estabelecidos no Regulamento para determinar a sustentabilidade de seus investimentos<sup>338</sup>.

Ademais, a regulamentação sustenta a necessidade da atividade econômica, para cumprir os requisitos estipulados, possuir uma organização interna, desde o planejamento até o efetivo cumprimento, de medidas sustentáveis, deixando evidente a presença da governança como requisito dessas atividades. Em verdade, a Regulamentação apresenta o *ESG* como sendo um critério de consideração que permeia todas as camadas da empresa, fazendo parte dela como um todo.

Além disso, os participantes de todas as atividades econômicas - investidores, gestores ou consumidores - devem estar engajados com os propósitos de sustentabilidade do *ESG* para que os seus objetivos sejam alcançados. Exemplo tangível dessa visão é o Considerando 44 do Regulamento, estabelecendo a obrigação da Comissão de considerar, quando atualizar os critérios técnicos, as especificidades do setor e das infraestruturas, além das externalidades ambientais, sociais e econômicas, o custo-benefício<sup>339</sup>.

Assim, desde a proposta, frisou-se a importância da parte social das atividades econômicas, a ponto de ser analisado o custo-benefício do estabelecimento dos critérios já mencionados sobre a atividade sustentável. O papel social, que normalmente ocupa posição de ínfima importância na atividade econômica, é trazido ao centro da discussão, servindo, juntamente com o aspecto ambiental e de governança, como contrapeso ao desenvolvimento econômico desenfreado.

Além do seu papel humanitário, o Regulamento possui clara aplicação prática, uma vez que fica evidente que a União Europeia busca evitar a fragmentação ou o enfraquecimento do seu mercado de capitais por conta da divergência sobre conceitos de atividades econômicas sustentáveis. Ainda, a UE previa que, com uma regulamentação consolidada, os investidores iriam investir em produtos financeiros verdes com mais confiança, incentivando o seu crescimento contínuo - fato que restou confirmado, conforme se verá no capítulo a seguir.

---

<sup>338</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>339</sup> *Ibid.*, p. 11.

Um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza ambiental [...] ou um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza social, em particular um investimento que contribui para combater as desigualdades ou que promove a coesão social, a integração social e as relações laborais, ou um investimento em capital humano ou em comunidades económica ou socialmente desfavorecidas, desde que tais investimentos não prejudiquem significativamente nenhum desses objetivos e desde que as empresas beneficiárias do investimento empreguem práticas de boa governação, em particular no que diz respeito a estruturas de gestão, relações laborais e práticas de remuneração do pessoal sãs e ao cumprimento das obrigações fiscais<sup>335</sup>.

Diante deste conceito, a proposta apresentada pela Comissão Europeia, em 2018, objetivando a unificação das regras esparsas e concessão de maior importância ao tema da preservação ambiental, foi justificada com base no Acordo de Paris, na Agenda 2030 e nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), da Organização das Nações Unidas (ONU). Segundo a justificativa, a regulamentação tem como finalidade normalizar o conceito de investimento sustentável na UE. Além disso, a proposta estabeleceu uma base para que a UE coloque o *ESG* no centro no sistema financeiro, para transformar a economia europeia num sistema ecológico e circular<sup>336</sup>.

Nos dois primeiros artigos do Regulamento 2020/852 definiu-se objetivo, âmbito de aplicação e definição dos conceitos utilizados. Já na proposta apresentada, identificava-se o objetivo do estabelecimento de base para a demonstração da sustentabilidade ambiental das atividades econômicas como um todo, não apenas de empresas ou ativos. Com isso, a expectativa da própria proposta é possibilitar a determinação do grau de sustentabilidade para investimentos.

No artigo 3º, verifica-se o avanço da normatização para estabelecer critérios para determinar a sustentabilidade da atividade econômica e o grau de sustentabilidade ambiental de um investimento. Nos artigos subsequentes, elucida-se a obrigação de transparência, tanto do produto financeiro quanto das empresas, na divulgação e demonstrações financeiras. Assim, logo no início, evidencia-se a importância da governança para que os ativos se enquadrem nos padrões de *ESG*.

O artigo 9º do Regulamento é bem específico ao expor os objetivos ambientais, como mitigação das alterações climáticas; adaptação às alterações climáticas; transição para uma economia circular; prevenção e o controle da poluição; entre outros<sup>337</sup>.

Do Artigo 10 ao Artigo 16 estão as definições dos critérios para a realização de um contributo substancial para cada objetivo ambiental, que servirão para a elaboração progressiva da classificação da UE. Eles se coadunam com os objetivos elencados no artigo 9 e na ordem em que lá são apresentados. Ainda, é somado a eles a não condução à uma dependência de ativos que comprometam as metas ambientais de longo prazo.

Com essas previsões, a normativa dá às atividades econômicas critérios progressivos de adaptação aos padrões considerados adequados às práticas de *ESG*, conferindo, concomitantemente, tempo suficiente para a realização da adaptação e progressão na sustentabilidade das atividades internas.

<sup>335</sup> Regulamento 2019/2088 do Parlamento e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, p. 8.

<sup>336</sup> Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, 24 de maio de 2018, p. 2.

<sup>337</sup> Regulamento 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020, p. 17.

Além disso, o Brasil possui resoluções emitidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pela CVM que indicam uma evolução regulatória quanto aos padrões ESG. Destaca-se a Resolução nº 4.327 do CMN que determina a necessidade das instituições financeiras de adotarem política de responsabilidade socioambiental. Ainda, o Capítulo III trata exclusivamente de padrões de Governança para o cumprimento das diretrizes e objetivos da política de responsabilidade socioambiental.

Por fim, mesmo que exista regulamentação acerca do tema no Brasil, essa ainda é bastante esparsa e carece de complementação - como, por exemplo, na especificação sobre os impactos sociais e econômicos, como o que tem sido feito com governança - causando prejuízos para a economia brasileira, uma vez que afasta os investidores estrangeiros pela falta de segurança jurídica que a ausência de regulamentação específica acarreta.

### 3. O MOVIMENTO DO MERCADO

Conforme pontuado anteriormente, a atenção global ao investimento sustentável não é recente. Entretanto, o desenvolvimento econômico acelerado mundial e as consequências nocivas que tal crescimento representou ao meio ambiente e a determinadas esferas sociais, levou ao aumento gradativo da preocupação dos investidores, influenciados pela preocupação da população em geral, com as boas práticas de ESG.

No próprio Regulamento 2020/852 europeu, restou consignado a necessidade de padrões regulatórios de ESG, pois a inexistência de critérios uniformes para aferir a sustentabilidade do ativo econômico aumentará os custos e, conseqüentemente, desincentivará significativamente os operadores econômicos.

Em *report* divulgado em 2018, a Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) revelou o montante de US\$ 30.700.000.000,00 em ativos de investimento sustentável, um aumento de 34% em relação a 2016<sup>350</sup>. O relatório destaca a Europa como região onde o investimento sustentável tem adoção mais longa e melhor aceita entre os investidores, já estando o mercado em fase de maturação e consolidação<sup>351</sup>.

O relatório inclui, ainda, o Brasil entre os cinco principais países da América Latina em que há atuação dos PRI e destaca a atuação do CMN, pela inclusão de critérios ESG para os fundos de pensão, e da B3, pela introdução dos chamados *green bonds*, títulos de renda fixa que adotam critérios de sustentabilidade<sup>352</sup>.

Ainda que a atenção dos investidores brasileiros tenha se voltado ao ESG de maneira mais enfática apenas recentemente, os relatórios anuais elaborados pelo *Principles for Responsible Investment* (PRI) revelam constante crescimento no número de empresas signatárias no país.

O *PRI Annual Report 2019* destacou a aderência de 50 empresas, representando crescimento de 2.5% em relação ao ano anterior. É número modesto se comparado com países como a China, que foi de 64%, ou o restante da América Latina, que foi de 45%, porém representativo da crescente adesão do país à tendência mundial<sup>353</sup>.

Além dos fatores sociais, ambientais e de governança que podem incentivar a adoção das boas práticas de ESG pelas empresas, pesquisas recentes mostram que o crescimento econômico é, também, influenciado pelos critérios de ESG.

<sup>350</sup> GSIA, Trends Report 2018, p. 3.

<sup>351</sup> *Ibid*, p. 13.

<sup>352</sup> *Ibid*, p. 16.

<sup>353</sup> PRI, 2019, p. 62.



Marcela Ungaretti, com base em estudos da Bloomberg e da MSCI, relata crescimento acima do *benchmark* para empresas que adotam as práticas de ESG nos Estados Unidos, Europa e Brasil. Neste último, a diferença chega a 67 pontos percentuais, desde 2006, em comparação ao índice Bovespa<sup>354</sup>.

O CFA Institute, em relatório sobre o Brasil, destaca que a demanda pelas práticas de ESG em âmbito global parte dos investidores, que são os grandes catalisadores das mudanças que vêm sendo realizadas<sup>355</sup>.

Ainda que reconheça o estágio inicial do ESG no País, a pesquisa realizada pelo CFA Institute vê contínua adoção do ESG, estimando crescimento no ano de 2022, em comparação ao ano de 2017, nos preços de ações e nos *yields* de títulos privados e de títulos públicos no Brasil<sup>356</sup> e no mundo<sup>357</sup>.

Das informações acima apresentadas, infere-se a tendência mundial em direção ao investimento sustentável, o que valida e fortalece a necessidade das políticas de ESG nas empresas. Fato é que, por mais que a iniciativa das empresas de adotar práticas de ESG seja fato relevante ao investidor, a ausência de regulação é fator de insegurança, o que pode desestimular a capitalização, prejudicando até mesmo as empresas que adotam, voluntariamente, os padrões internacionais de ESG.

Conforme ensina Romeu Thomé, dentre as funções constitucionais do Estado Contemporâneo, estão as de fiscalizar, incentivar e planejar a atividade econômica<sup>358</sup>. Nessa linha, a escolha de atuação por parte do legislativo brasileiro para adotar parâmetros de ESG, especialmente quanto aos valores e graduações, estaria em consonância com suas prerrogativas constitucionais.

O autor pontua, ainda, que a existência de normativas é de essencial importância, sendo através delas que o Estado estabelece políticas econômicas e define os rumos de atuação governamental<sup>359</sup>. Na mesma linha, Luís Paulo Sirvinskas leciona que “o Estado deve facilitar o acesso do cidadão a toda informação impactante ao meio ambiente para poder decidir o caminho a seguir”<sup>360</sup>.

Ainda, destaca que a sociedade contemporânea apresenta uma série de demandas multidisciplinares e de inovação, ao mesmo tempo em que requer novos formatos de atividade que se pautem em sustentabilidade e globalização. Na mesma linha, as atividades empresariais seguem, seja por pressão social ou de investidores institucionais, integrando os setores tradicionais com a sustentabilidade<sup>361</sup>.

Do apresentado, conclui-se que, para que o Brasil evite a possibilidade do desinvestimento e do desincentivo ao investimento no mercado de capitais é imperioso que a legislação continue avançando para dar maior segurança jurídica ao investidor e assegurar que os ativos econômicos estejam em conformidade com os padrões ESG.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Da pesquisa realizada, confirmou-se a hipótese inicial de que, no Brasil, a adoção de práticas de ESG, ainda que em constante crescimento, segue em estágio inicial. Verificou-se, também, que o avanço se dá por iniciativa das empresas, motivadas pela prática do mercado e pela exigência de investidores institucionais.

<sup>354</sup> UNGARETTI, 2020, p.16.

<sup>355</sup> CFA INSTITUTE, 2018, p. 3.

<sup>356</sup> Ibid, p. 29-30.

<sup>357</sup> Ibid, p. 17.

<sup>358</sup> THOMÉ, 2015, p. 819.

<sup>359</sup> Ibid, p. 822-823.

<sup>360</sup> LAVINSKAS, 2018, p.92

<sup>361</sup> Ibid, p. 90.

Ponto de preocupação segue sendo a ausência de normativa centralizada acerca das diretrizes, valores e critérios adequados de tais práticas, o que acaba por colocar o país em descompasso com a tendência mundial. A conclusão do presente trabalho é que a normativa existente, ainda que tenha destaques que merecem ser reconhecidos, ainda tem espaço para aperfeiçoamento, o que vem ocorrendo mais expressamente na parte de governança, deixando a desejar nos valores sociais e ambientais.

Portanto, entende-se que a aproximação do ordenamento jurídico brasileiro às normativas já consolidadas na Europa é medida recomendada e necessária para a adequação do mercado de capitais brasileiro aos padrões estabelecidos internacionalmente, sendo, inclusive, benéfico às empresas listadas em bolsa, que poderão se aproveitar do fluxo de investimentos brasileiros e estrangeiros que vem se direcionando aos *players* do mercado que adotam as boas práticas socioambientais e de governança corporativas.

## REFERÊNCIAS

BRASIL, Banco Central. **Resolução nº 4.327/2014, do Conselho Monetário Nacional**. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res\\_4327\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf)> Acesso em 17 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Constituição da República Federativa do Brasil, promulgada em 5 de outubro de 1988**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

CFA INSTITUTE. **Integração ASG no Brasil: Mercados, práticas e dados**. 2018. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=5569>>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

\_\_\_\_\_. **Environmental, Social and Governance Factors at Listed Companies**. ISBN 978-1-932495-78-2. Centre for Financial Market Integrity: 2008.

\_\_\_\_\_. **Environmental, Social and Governance Issues in Investing**. ISBN: 978-1-943713-21-0. October 2015.

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

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em 27 mar. 2020.

COMISSÃO EUROPEIA. **Regulamento 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho**. 18 de junho de 2020. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=P>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo ao estabelecimento de um enquadramento para promover o investimento sustentável.**

24 de maio de 2018. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018PC0353&from=PT>> Acesso em 13 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Regulamento 2019/2088 do Parlamento e do Conselho.**

27 de novembro de 2019. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=pt>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Diretiva 91/676 do Conselho.**

12 de dezembro de 1991. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31991L0676>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Diretiva 92/43 do Conselho.**

21 de maio de 1992. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:01992L0043-20070101&from=EN#:~:text=Artigo%202.o-1.,que%20o%20Tratado%20%C3%A9%20aplic%C3%A1vel.>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Diretiva 2009/147/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.**

30 de novembro de 2009. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0147&from=PL>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Regulamento 995/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho.**

20 de outubro de 2010. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R0995&from=EN>> Acesso em 15 jan. 2021.

\_\_\_\_\_. **Regulamento 1143/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho.**

22 de outubro de 2014. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R1143&from=EN>> Acesso em 15 jan. 2021.

CRUZ, André Santa. **Direito Empresarial.** 9ª ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2019.

ESCOBAR, Herton. **Desmatamento da Amazônia dispara de novo em 2020.** Jornal da USP, publicado em 07 de agosto de 2020. Disponível em: <<https://jornal.usp.br/ciencias/desmatamento-da-amazonia-dispara-de-novo-em-2020/>> Acesso em 17 jan. 2021.

EUROPEAN UNION EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. **Report on Benchmarks.**

September 2019. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf)>. Acesso em 16 de jan. de 2021.

\_\_\_\_\_. **Technical Report.**

March 2020. Disponível em: <[https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy\\_en](https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy_en)>. Acesso em 16 de jan. de 2021.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação.** 5ª edição. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. **Trends Report 2018.** Disponível em: <[www.gsi-alliance.org/trends-report-2018/](http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2018/)>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

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

LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores**. São Paulo: Atlas, 2013.

MENEZES, Rodrigo; PINIANO, Juliene. Inovações trazidas pela Instrução CVM 578 para Fundos de Investimentos em Participações. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume II**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 403-416.

OLIVEIRA, Fabiano Melo Gonçalves de. **Direito ambiental**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método; 2017.

OLIVÉRIO, João Otávio Pinheiro. Acordo de confidencialidade, não competição e não solicitação: a proteção de informações estratégicas e a restrição à liberdade criativa e a livre-iniciativa. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016, p. 51-68.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **PRI Annual Report 2019**. Disponível em: <<https://www.unpri.org/annual-report-2019/>>. Acesso em 17 de jan. de 2021.

REBELO, Nikolai Sosa. **A Sociedade Empresária e a captação de recursos de *private equity* e *venture capital*: estudo interdisciplinar do financiamento empresarial**. Porto Alegre: Buqui, 2013.

SILVA, Layon Lopes da. Governança corporativa para *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016, p. 69-84.

SIRVINSKAS, Luís Paulo. **Manual de Direito Ambiental**. 16ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018.

THOMÉ, Romeu. **Manual de Direito Ambiental**. 5ª edição. Salvador: Juspodivm, 2015.

UNGARETTI, Marcella. **ESG de A Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema**. Publicado em 08 de setembro de 2020. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema>> . Acesso em 15 de jan. de 2021.

YAZBEK, Otavio. As companhias abertas - sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. Série GVLaw. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 109-150.