



O MERCADO COMO AGENTE PARADIPLOMÁTICO INDUTOR DE POLÍTICAS PÚBLICAS SOCIOAMBIENTAIS: A INFLUÊNCIA DO SETOR PRIVADO NA FORMULAÇÃO DA AGENDA ESG DE MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

Leonardo V. P. Freire

Advogado. Mestrando em direitos difusos e coletivos pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

RESUMO

O presente artigo visa demonstrar o papel do mercado como agente paradiplomático indutor de políticas públicas socioambientais dos Estados. Mediante análise de diferentes iniciativas internacionais, o estudo visa demonstrar a influência do setor privado organizado na formação da agenda ESG de diversas jurisdições internacionais e brasileira, especialmente quanto aos critérios normativos adotados para regulação da oferta de produtos sustentáveis.

Palavras-chave: Políticas Públicas Socioambientais; agente paradiplomático; agenda ESG; Produtos Sustentáveis.

THE MARKET AS A PARADIPLOMATIC AGENT INDUCING SOCIAL AND ENVIRONMENTAL PUBLIC POLICIES: THE INFLUENCE OF THE PRIVATE SECTOR IN THE FORMULATION OF THE ESG AGENDA OF INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS

ABSTRACT

This article aims to demonstrate the role of the market as a paradiplomatic agent inducing states' socio-environmental public policies. Through the analysis of different international initiatives, the study aims to demonstrate the influence of the organized private sector in the formation of the ESG agenda of several international and Brazilian jurisdictions, especially regarding the normative criteria adopted for regulating the supply of sustainable products.

Keywords: Social and Environmental Public Policies; paradiplomatic agent; ESG schedule; Sustainable Products.



1 INTRODUÇÃO – O CENÁRIO ATUAL E A DEMANDA POR INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS

Atualmente, presenciamos uma alta demanda por investimentos sustentáveis. Expressões como “ESG” – na língua inglesa: “meio ambiente, social e governança” – , *green bonds* e *sustainable finance* inundam o mercado e expressam, ao mesmo tempo, o propósito, sofisticação e o alto nível de governança a que esses tipos de investimento e novos produtos financeiros estão submetidos, impactando diretamente no posicionamento de empresas, instituições financeiras, investidores e demais participantes de um mercado potencial avaliado em trilhões de dólares.¹

Contudo, a despeito da relativa euforia do mercado atrelada às novas oportunidades inerentes aos investimentos sustentáveis, o momento exige cuidados e, por consequência, ordenação (mecanismos de controle). Muito mais do que anúncios e propagandas sobre novos produtos “verdes”, o investidor exige saber, em detalhes e com transparência mínima, quais critérios, metodologias e índices utilizados, na prática, pelas empresas, instituições financeiras, agências de *rating*, auditorias e demais participantes do mercado para classificar um investimento como “sustentável”, bem como medir e precificar sua performance ESG, de modo assim a orientar sua decisão na alocação de recursos em determinada opção de investimento.

Em outras palavras, na medida em que os *fatores ESG* representam (também) risco de investimento² e passam a orientar captações de recursos e a influenciar a decisão de investidores, tais fatores se tornam capazes de vincular ofertas e, por consequência, gerar responsabilidades, exigindo do Direito uma resposta adequada

¹ De acordo com relatório emitido pela agência Bloomberg, apenas as emissões de títulos sustentáveis no mundo deve movimentar investimentos na ordem de USD 50 trilhões até 2025: Disponível em: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/>. Cabe ainda mencionar a iniciativa de líderes de representantes de 450 bancos mundiais, gestoras de recursos e fundos de investimento que, reunidos sob Aliança Financeira de Emissões Zero de Glasgow (ou na acrônimo inglês “GFANZ”), anunciaram em 03.11.2021, durante a Conferência das Partes realizada em Glasgow, a disponibilização de mais de USD 100 trilhões de dólares ao longo dos próximos trinta anos para financiar a transição da economia mundial para uma base de baixo carbono, em linha com os objetivos do Acordo de Paris. Disponível em: <https://news.un.org/en/story/2021/11/1104812>. Acessos em 14/11/2021.

² Conforme se verá ao longo desse artigo, os fatores ESG podem assumir diversas dimensões na gestão de riscos empresariais, entre as quais: (i) instrumento de controle de conformidade (*compliance*), (ii) risco de crédito, (iii) fator de competitividade e (iv) risco de investimento.



para prevenir e punir lesões, em prol da confiabilidade do mercado (entendido esse como instrumento de prosperidade e ascensão social em economias capitalistas).

É dizer: o sadio desenvolvimento do mercado de investimentos sustentáveis (ainda em amadurecimento) depende, entre outros aspectos, da adoção e cumprimento de regras (ie. políticas socioambientais efetivas e práticas qualificadas de governança corporativa) que confirmam segurança e credibilidade, principalmente quanto à (i) fidedignidade (consistência) das informações não-financeiras ESG divulgadas pelos participantes do mercado; (ii) transparência e acessibilidade a essas informações e (iii) *accountability* dos agentes do setor, de modo a permitir a conversão e gestão de portfólios sustentáveis de forma responsável.³

Diante desse contexto, autoridades supervisoras de mercado ao redor do mundo trabalham atualmente na elaboração de propostas regulatórias par ordenar e fiscalizar a oferta de produtos (financeiros) considerados sustentáveis, de modo a legitimamente intervir na economia para (i) corrigir assimetrias, harmonizando critérios, metodologias e índices utilizados, (ii) assegurar transparência e acesso adequado de informações relevantes à tomada de decisão de investidores (por exemplo, padronizando as formas de divulgação e reporte de dados ESG), (iii) combater abusos de poder econômico, preservando a concorrência leal e evitando cenários de conflitos de interesses (iv) assegurar a responsabilização de agentes e prosperidade do mercado, estabelecendo regras de governança e limites de atuação ao setor, bem como tipificando e sancionando práticas lesivas ao investidor.⁴

Dessa forma, o objetivo desse estudo é demonstrar a influência do mercado, assim entendido o setor privado organizado, enquanto agente paradiplomático indutor de políticas públicas socioambientais dos Estados, especialmente no tocante à adoção de critérios ESG para regulação da oferta de produtos sustentáveis em mercado financeiro e de capitais, com destaque para as jurisdições européia, americana e brasileira.

³ Nesse sentido, a crítica de Betsy Atkins, disponível em <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2020/06/08/demystifying-esgits-history--current-status/?sh=6e6136db2cdd>. Acesso em 14/11/2021.

⁴ Entre essas práticas, podemos citar os casos de *greenwashing* e *repacking*.



2 O GIRO SUSTENTÁVEL DA ECONOMIA: A EVOLUÇÃO DA VARIÁVEL SOCIOAMBIENTAL NA EMPRESA E A TRANSIÇÃO PARA UMA ECONOMIA DE BAIXO CARBONO – DE MILTON FRIEDMAN À LARRY FINK.

Aplicações atreladas a performances sociais ou ambientais, ou outros propósitos não financeiros, não são propriamente uma novidade. Desde 1965, o fundo sueco *Aktie Ansvar Myrberg* já oferecia opções de investimentos que excluía de seus portfólios empresas ligadas às indústrias bélica, tabagista e jogos de azar, (as chamadas indústrias do vício e da morte)⁵, então consideradas controversas por parcela de investidores que pretendiam guinar o propósito de suas poupanças para além dos seus retornos financeiros dos ativos investidos.

Entretanto, até o final da segunda metade do século XX, a consideração da variável socioambiental nas filosofias de investimento ainda era bastante incipiente e sua participação nas diretrizes de gestão das empresas era (e continua sendo, porém em menor escala), preponderantemente, orientada pelo primado do ROI.⁶

A concepção desse primado funda-se no pensamento liberal da Escola de Chigado, liderado pelo prêmio nobel de economia, Professor Milton Friedman. Em famoso artigo publicado no periódico “*The New York Times*” em 1970, em resposta a uma provocação de movimentos sindicais americanos da época, Friedman aborda questão sobre qual seria a responsabilidade social da empresa em um ambiente de livre mercado⁷. No referido artigo, Friedman esclarece muitos pontos, entre os quais, se há uma responsabilidade social da empresa essa consistiria em gerar retorno (lucro) aos seus acionistas, os quais, em última instância, são os responsáveis por assumir os riscos e viabilizar as atividades empresariais, possibilitando sua existência e frutos, sendo o CEO mero agente (mandatário) dos interesses daqueles⁸:

⁵ SHERWOOD, MATHEW W. AND POLLARD, JULIA. *Responsible Investing: an introduction to environmental, social and governance investments*. Routledge: Londres, 2019.

⁶ Sigla em inglês que representa a expressão econômica “*return over investment*”, correspondente à métrica financeira utilizada para medir a rentabilidade de um investimento, com base na relação do investimento inicial e o retorno obtido.

⁷ FRIEDMAN, Milton. *A Friedman Doctrine – The social responsibility of a business is to increase its profit.*, *The New York Times*. Sep. 13, 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-socialresponsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em 14/11/2021.

⁸ Idem. Conforme texto original: “*In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordand with their desires, which generally will be to make*



Ainda segundo o pensamento de Milton Friedman, com base no primado do ROI, a empresa deve guiar sua atuação da forma mais eficiente possível, concentrando esforços naquilo que é essencial à sua atividade fim (objeto social de sua existência e fundamento da delegação dos interesses dos acionistas à diretoria executiva), de modo a evitar desperdício de recursos e otimizar, assim, o melhor retorno (lucro) aos acionistas⁹.

Contudo, a visão liberal contida no primado do ROI não importa em reconhecer que as preocupações sociais e com meio ambiente sejam menos importante, muito menos desconsideráveis pela empresa. Nesse aspecto, o pensamento de Milton Friedman é muitas vezes mal compreendido¹⁰. De acordo com sua análise, a empresa deve sim reservar e destinar recursos e esforços à proteção de direitos sociais e ambientais, no entanto, essa destinação deve ser limitada ao estrito cumprimento das obrigações legais e contratuais (ambientais e sociais) que a empresa está exposta. Para além deste mínimo obrigacional – segundo a filosofia de investimento do primado do ROI – a promoção do bem estar social e defesa da qualidade do meio ambiente não cabem à empresa, mas sim ao Estado que detém recursos próprios para fazê-lo, devendo a empresa focar em seu objeto social.

Em resumo, na visão liberal da Escola de Chicago formulada no contexto americano da década de 1970, toda e empresa inserida em um ambiente de livre

as much money as possible while conforming to the base rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom. Of course, in some cases his employers may have a different objective. A group of persons might establish a corporation for an eleemosynary purpose – for example, a hospital or school. In either cases, the key point is that, in his capacity as corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation or establish the eleemosynary institution, and his primary responsibility is to them.”

⁹ Ibidem, idem. Confira a versão original: “*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 fire ‘hard core’ unemployed instead of better qualified available workmen to contribute to the social objective of reducing poverty. In each of these cases, the corporate executive would be spending someone else’s money for general social interest. Insofar as his actions in accord with this ‘social responsibility’ reduce returns to stock holders, he is spending their money.”*

¹⁰ Nesse sentido, cabe a reflexão proposta por ZINGALES: ZINGALES, Luigi (coord). Milton Friedman 50 Years Later, a Reevaluation. Stigler Center for the study of economy and the State, e-book. Disponível em <https://promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-latebook.pdf>. Acesso em 14/11/2021.



mercado (e concorrência) deve considerar fatores sociais e ambientais, de modo a garantir a estrita legalidade de suas atividades, reservando o máximo de recursos para realização de seu objeto social e retorno aos seus acionistas. Exigir da empresa comportamentos e investimentos além daquele mínimo legal, importaria (segundo essa doutrina) em desvio de e ineficiência de recursos da empresa, cuja responsabilidade primeira é otimizar o retorno dos acionistas.

Compreender bem a função do primado do ROI é fundamental para entender as demais dimensões (ou conotações) que a variável socioambiental pode assumir na empresa, a seguir apresentados. A importância do primado do ROI (até hoje largamente utilizado como filosofia de investimento) na proteção de direitos e interesses socioambientais revela-se na valorização de políticas de *compliance* que asseguram às empresas a estrita observância e respeito à legislação aplicável – sendo esse o ponto de partida (piso mínimo) para avaliação do investimento. Afinal, a garantia do cumprimento das obrigações ambientais e sociais protegem as empresas contra ambientes desleais de concorrência e penalidades legais que – ainda de acordo com o primado do ROI – contribuiriam para a ineficiência da empresa na performance de seu objeto social e, conseqüentemente, para desviar os recursos dos acionistas, prejudicando seu retorno ótimo. Ou seja, o primado do ROI exerce importante função de instrumento de gestão de conformidade da empresa e garantidor da licitude de suas atividades. Contudo, em que pese o primado do ROI continue essencial à gestão das empresas e à avaliação dos investidores, como veremos a seguir, essa filosofia ganhou novos contornos para incorporar riscos até então ignorados ou mal precificados.

Posteriormente na década de 1980, os chamados *investimentos socialmente responsáveis* (ou na sigla em inglês “SRI”) ou investimentos de impacto ganharam intensidade, especialmente na Europa e Estados Unidos¹¹. Sob a influência dos

¹¹ Nesse sentido, destaca Gustavo Pimentel: “Os movimentos em prol dos direitos civis e das mulheres, da proteção do meio ambiente e o sentimento geral anti-guerra iniciados nestas décadas foram essenciais para tal expansão e consolidação do movimento da forma como é entendido hoje. A oposição ao apartheid na África do Sul foi o evento de maior repercussão a nível internacional para o ISR, quando nas décadas de 1970 e 1980 houve forte desinvestimento em títulos públicos e ações de empresas com negócios naquele país. Esse movimento foi ajudado pela sofisticação dos mercados financeiros e principalmente pela popularização dos fundos de investimento. Em 1950, surge o primeiro fundo de investimento socialmente responsável nos EUA, cujo nome era Pioneer Fund. (Fundo Pioneiro) O fundo excluía as ações de companhias dos setores de bebidas alcoólicas, tabaco e jogos



movimentos pós-guerra relacionados à ampliação de direitos civis, liberdades religiosas, proteção do meio ambiente, combate a guerra e preservação da paz, investidores ao redor do mundo buscam alocar partes de suas poupanças em fundos ou empresas comprometidos com a geração de resultados positivos (sociais e ambientais) na sociedade a despeito de relativas rentabilidades em indústrias consideradas imorais. Para essa filosofia de investimento, a capacidade da empresa em converter os recursos alocados no propósito social anunciado é tão ou mais importante que o retorno financeiro prometido (mas não ignorado). Embora essa filosofia de investimento ainda era considerada heterodoxa entre os investimentos tradicionais da época, essa lição é importante, pois aplicada até hoje para medir performances ESG de investimentos sustentáveis.

É a partir da década de 1990 que o papel da variável socioambiental na empresa assume uma nova dimensão. Com globalização e a maior interação de fluxos financeiros entre regiões, bancos e empresas multinacionais intensificaram suas operações em mercados emergentes, em geral assentados em economias commoditizadas e dotados de pouca (ou recente) tradição democrática. Nesse cenário, as instituições financeiras observaram um fenômeno peculiar envolvendo operações de empréstimos-pontes para o financiamento de novos projetos¹²: a performance e resultados das atividades financiadas naqueles mercados – em geral, baseadas em economias de primeiro e segundo setor (ie. extrativistas e agropecuárias) – são altamente voláteis e expostas a variáveis socioambientais e de governança. Nesse contexto, os fatores ESG assumem uma nova dimensão, constituindo risco de crédito às instituições financeiras na medida em que podem impactar (positiva e negativamente) nos resultados financeiros das empresas financiadas e, portanto, na avaliação de crédito e *spread* bancário.

de azar, conhecidas como 'indústrias do vício' (industries of vice) ou 'ações do pecado' (sin stocks), e tinha como objetivo se adaptar às demandas dos investidores cristãos."

¹² Conforme glossário financeiro do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social ("BNDES") o empréstimo-ponte é um "financiamento a um projeto com o objetivo de agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de financiamento de longo prazo, à qual o empréstimo-ponte deve estar, necessariamente, associado."

Disponível

em:

https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2014/glossario.html.

Acesso em 20.11.2021.



É pois, diante dessa realidade e visando proteger seus investimentos, que diversas instituições financeiras criam iniciativas privadas conjuntas para estabelecer padrões mínimos de identificação, avaliação, monitoramento e precificação de riscos socioambientais na concessão de crédito, de modo a refletí-los adequadamente em suas linhas de financiamento para mercados emergentes¹³. Este fenômeno é importantíssimo, pois revela (e desmistifica) diversas questões e pré-conceitos atinentes à utilização de fatores ESG na avaliação de investimentos, quais sejam:

- (a) *origem econômica*: a incorporação de fatores ESG em estratégias de investimento decorre de uma necessidade (demanda) financeira, e não ideológica, identificada por bancos e financiadores para proteção do crédito contra exposições a riscos socioambientais e de governança experimentados por seus clientes-financiados;
- (b) *predominância do interesse privado*: os primeiros *standards* internacionais atualmente conhecidos, bem como as principais cláusulas contratuais e rotinas de auditorias (*due diligences*) utilizadas pelo mercado para a identificação e reporte de riscos socioambientais, constituem iniciativas privadas criadas para qualificarem o grau de gestão e proteção de interesses igualmente privados (ie. crédito) e, não, de políticas públicas;
- (c) *adicionalidade, qualificação e disponibilidade*: enquanto elementos de qualificação de performance empresarial, e suplementares à dimensão básica (conformidade legal) de proteção de interesses difusos e coletivos, os fatores

¹³ Entre as iniciativas podemos citar: (i) a criação em 2002 dos Princípios do Equador Princípios do Equador, em iniciativa liderada pelo ABN Amro Bank, juntamente com outros bancos mundiais, que estabelecem dez princípios gerais a orientar a concessão de crédito para projetos socioambientalmente responsáveis, e (ii) o lançamento em 2006 do *IFC Sustainability Framework* pelo Banco Mundial, consistente em um conjunto de práticas, padrões técnicos, índices de desempenho e instrumentos de gestão de risco socioambiental, alinhados com os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas para Agenda 2030, que devem orientar a concessão de linhas de crédito. Disponível em: https://equator-principles.com/app/uploads/The-Equator-Principles_EP4_July2020.pdf e https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/policies-standards/ifcsustainabilityframework_2006. Acessos em 20.11.2021.

Ainda em 2006, a título de menção, as Nações Unidas (em uma iniciativa conjunta com os maiores investidores institucionais do mundo, incluindo cem maiores bancos mundiais, e representantes de organismos governamentais, inter-governamentais, reguladores e organizações não-governamentais e sociedade civil organizada) lança os Princípios para o Investimento Responsável (“PRI”) consistente em seis princípios para incorporação de fatores ESG em práticas de investimento. Como veremos a seguir, essas e outras iniciativas privadas criadas voluntariamente pelo mercado influenciam atualmente a construção de arcabouços regulatórios socioambientais por diversos Estados, especialmente o Brasil.



ESG – no conceito ora delimitado – condiz com compromissos adicionais e voluntários ao mínimo legal, cuja pertinência depende do apetite a risco (ou *apetite a impacto*¹⁴) que determinada organização e empresa pretender assumir, visando orientar seu posicionamento de mercado na atração por investimentos qualificados¹⁵.

Pois bem. Em decorrência daquelas novas exigências socioambientais e de governança criadas voluntariamente por bancos e instituições financeiras para avaliação e concessão de crédito, as empresas (tomadoras de crédito) buscaram se adaptar e, dessa forma, começaram a investir em fatores ESG de modo acessarem capital sob menor custo. Ou seja, para poder negociar melhores condições de crédito e financiamento junto às instituições financeiras e, assim, justificar menor exposição aos riscos socioambientais que o *spread* bancário, as empresas investiram, cada vez mais, em fatores ESG.

Como consequência desse ajuste, os fatores ESG assumem outra nova dimensão nas empresas: além de instrumento de gestão de *compliance* e risco de crédito, passam também (e cumulativamente) a representar fator de competitividade para acesso ao capital qualificado. Isto é, os fatores ESG se tornam diferenciais de competição entre empresas para a atração de novos investidores. Considerando que diversas dessas empresas apresentam capital aberto, esse perfil também é refletido no mercado de capitais, formando assim novas segmentões de mercado, posteriormente institucionalizadas nas primeiras carteiras sustentáveis¹⁶.

Paralelamente, a ocorrência de recentes desastres ambientais, crises sociais e falhas de governança, envolvendo grandes companhias ao redor do mundo e perdas

¹⁴ Para utilizar expressão cunhada por Guilherme Teixeira: TEIXEIRA, Guilherme. *Apetite de risco todos conhecem. E o apetite de impacto?* in *Capital Reset. Opinião*. Disponível em: <https://www.capitalreset.com/opiniao-apetite-de-risco-todos-conhecem-e-o-apetite-de-impacto/>. Acesso em 31/07/2022.

¹⁵ Nesse sentido, se propõe em regra, eventuais descumprimentos daqueles fatores impactam a qualidade do crédito/investimento e, não necessariamente, importam em violações a direitos sociais e ambientais (em que pese tal implicação possa ocorrer). Com efeito, o contrato tem papel fundamental na relação jurídica entre investidores, financiadores e empresas, como instrumento regulador de riscos e exposições sociais, ambientais e de governança, que as partes estão dispostas a incorrer.

¹⁶ Entre os principais podemos citar a criação do Dow Jones Sustainability Index em 1999 o Índice de Sustentabilidade Empresarial da bolsa brasileira em 2005, os quais congregam companhias listadas que, voluntariamente, aderiram aos compromissos socioambientais e regras de governança estipulados por aqueles respectivos índices. Disponível em: <https://www.spglobal.com/esg/csa/about/history> e <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acessos em 15/11/2021.



financeiras aos seus respectivos acionistas¹⁷, contribuíram para evidenciar a exposição das empresas a fatores ESG – então analisados abstratamente em projeções e análises de crédito em cenários restritos – e seus impactos na volatilidade de ativos de grande interesse com efeitos significativos sobre mercados.

Atualmente, com efeito, um novo paradigma disruptivo, de escala mundial, fez eclodir uma nova dimensão dos fatores ESG nas empresas: a ameaça existencial das mudanças climáticas associada aos efeitos de sua adaptação sobre a oferta (escassez) de recursos e respectivos impactos à estabilidade econômica mundial, despertaram na comunidade internacional a urgência na adoção de mecanismos de cooperação no médio e longo prazos que induzam uma transição (programada e forçada) para uma economia de baixo carbono nos próximos trinta anos. Em outras palavras, a crise climática forneceu escala e interesse comum à percepção dos fatores ESG enquanto risco sistêmico à estabilidade da economia.

Nesse viés, já em meados de 2019 (antes mesmo da pandemia de COVID-19), líderes dos principais bancos, fundos de investimento e gestoras de recursos do mundo emitiram manifestações públicas alertando o mercado e as autoridades supervisoras sobre a necessidade de definitivamente reconhecer os fatores ESG como variável inelástica nas análises e projeções financeiras, integrando-as às operações,¹⁸ de modo a não apenas evitar riscos sistêmicos à estabilidade financeira mundial (atualmente exposta a tais fatores), mas também como forma de assumir a

¹⁷ A título de exemplo, podemos citar os acidentes ambientais envolvendo a explosão da plataforma de perfuração semisubmersível *deepwaterhorizon* em 2010 que ocasionou o consequente vazamento de óleo no Golfo do México e consequente afastamento de administradores e resultados financeiros da empresa responsável, bem como o colapso de barragens de rejeitos de minério de Fundão e Córrego do Feijão no Estado de Minas Gerais em 2015 e em 2019, respectivamente, cujas custos de reparação com as perdas de vidas humanas e degradação socioambiental da região até hoje são refletidas nos resultados e provisionamentos das companhias acionistas dos empreendimentos. Além disso, podemos citar ainda a crise de governança que afetou o desempenho das ações de empresas estatais brasileiras vítimas de desvios de mal-feitos de sua administração, assim apurado em 2017.

¹⁸ Em carta aberta à sociedade, investidores e reguladores, os então presidentes dos bancos da Inglaterra (Mark Carney) e da França (François de Galhau) e ex-presidente da iniciativa internacional Networking for Greening the Financial System (Frank Elderson) alertaram para o risco sistêmico das mudanças climáticas para a estabilidade financeira mundial e necessidade das instituições financeiras de assumir seus papéis como catalizadores na realocação de fluxos financeiros em prol de uma transição para uma economia de baixo carbono. A íntegra da carta pode ser conferida em: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2019/april/open-letter-on-climate-related-financial-risks>. No mesmo sentido, o Fundo Monetário Internacional (FMI) conclui em seu o relatório sobre estabilidade financeira global (Global Financial Stability Report (2019) que os fatores ESG tem capacidade de afetar materialmente a performance de companhias, representando uma ameaça à estabilidade do sistema financeiro. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR>. Acessos em 15/11/2021.



responsabilidade das instituições financeiras como agentes indutores de uma guinada à economia sustentável (o **giro sustentável** da economia).¹⁹

Por sua vez e confirmando o cenário apontado pelas instituições financeiras, representantes das maiores empresas do mundo reunidos no Fórum Econômico Mundial, em Davos (2020), também sinalizaram que dentre os dez riscos que consideram mais prováveis de ocorrer nos próximos dez anos, cinco são de natureza ambiental e seis socioambientais, quais sejam: eventos climáticos extremos, falhas na tomada de ações para adaptação e mitigação das mudanças climáticas, aumento da frequência de desastres naturais, perda de biodiversidade, acidentes ambientais causados por ações humanas, crise hídrica, bolhas financeiras, fraudes de dados e ataques cibernéticos²⁰

Neste ano, o Fórum Econômico Mundial retornou a pesquisa junto aos principais atores empresariais globais com uma nova questão: entre os riscos mais prováveis de ocorrer nos próximos dez anos, quais apresentariam maior impacto. Nesse sentido, o relatório de riscos globais 2021 apresentou o seguinte resultado:

Por outro lado, riscos também representam oportunidades. Assim, diante do conversão de interesses comuns (encontro entre oferta e demanda) entre financiadores, investidores e empresas sobre a necessidade de incorporação de fatores ESG como critério de avaliação de performance de empresas, considerando um cenário de stress sustentável e escassez de recursos, surge, ao menos em tese, a oportunidade de criação (senão intensificação) de um mercado que considere os fatores ESG como orientadores de investimento.

A medir esse potencial, diversas instituições financeiras realizaram simulações de performance (*backtesting*) comparando a rentabilidade de investimentos sustentáveis (isto é, ativos que considerem os fatores ESG em seus negócios) e aqueles considerados tradicionais, orientados tão somente pelo primado

¹⁹ Nessa linha, assim se manifestou o Presidente do Banco Central do Brasil: “a questão ambiental definitivamente entrou para a ordem do dia. (...) Bancos Centrais precisam avaliar as vulnerabilidades do sistema financeiro em relação a choques climáticos. Choques podem provocar mudanças nas avaliações de ativos, e perdas para o sistema e podem ocorrer feedbacks entre a economia real e os mercados financeiros.

²⁰ Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>. Acesso em 15/11/2021. Em 2021, o Fórum Econômico Mundial retornou a pesquisa junto aos principais atores empresariais globais com uma nova questão: entre os riscos mais prováveis de ocorrer nos próximos dez anos, quais apresentariam maior impacto.



do ROI. Os resultados demonstraram uma conclusão interessante: investimentos que consideraram os impactos ESG apresentam rentabilidade relativa superior aos investimentos tradicionais²¹. Além disso, intensificando as projeções futuras de cenários de escassez de ofertas causadas pelas mudanças climáticas, a rentabilidade relativa de empresas que investem em fatores ESG foi ainda maior.²²

Com efeito, ao interpretar esses resultados, analistas financeiros apontaram que empresas que investem em ESG estão mais preparadas a enfrentar esses cenários adversos de oferta insumos naturais e, portanto, *tendem* a prosperar (e dar retorno financeiro aos seus acionistas) no médio e longo prazo se comparadas a empresas tradicionais.

É dizer: independentemente de ideologias ou propósitos socialmente responsáveis que possam guiar aplicações, do ponto de vista estritamente financeiro, a rentabilidade de investimentos é afetável pela performance ESG. Dito de outra forma, as informações ESG de empresas assumem uma nova dimensão, qual seja: são critérios orientadores para tomada de decisão do investidor na alocação do seu capital (**risco de investimento**), representando, assim, indicadores (não-financeiros) de potencial de rentabilidade (prosperidade e resiliência) de um negócio ou ativo, no médio e longo prazo, especialmente considerando horizontes de escassez de oferta de recursos naturais e condições climáticas adversas.

Nas palavras de Larry Fink, fundador da maior gestora de investimentos no mundo em volume de recursos administrados, essa nova dimensão dos fatores ESG na empresa anunciam uma mudança estrutural na ordem financeira, que implicará em uma realocação massiva de capital em prol de oportunidades que privilegiam os fatores ESG em suas estratégias de investimento:²³

Estimado CEO, Como gestora de ativos, a BlackRock investe em nome dos clientes, e eu estou escrevendo para você como consultor e responsável fiduciário desses clientes. O dinheiro que gerimos não é nosso. Pertence a pessoas em dezenas de países que buscam seus objetivos financeiros de longo prazo, como a aposentadoria. Temos uma grande responsabilidade perante essas instituições e indivíduos – que são acionistas da sua empresa e milhares de outros – de fomentar a geração de valor no longo prazo. As

²¹FMI, Global Financial Stability Report (2019). Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR>. Acesso em 15/11/2021

²²Disponível em: <https://www.blackrock.com/ae/intermediaries/themes/sustainable-investing?switchLocale=y&siteEntryPassthrough=true>. Acesso em 15/11/2021.

²³ Disponível em <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>. Acesso em 15/11/2021.



alterações climáticas tornaram-se um fator decisivo nas perspectivas das empresas a longo prazo. (...) **Mas a consciência está mudando muito rapidamente, e acredito que estamos à beira de uma mudança estrutural nas finanças.** (...) As evidências sobre o risco climático estão forçando os investidores a reavaliarem os pressupostos básicos sobre as finanças modernas. (...). Estas questões estão conduzindo uma reavaliação profunda do risco e do valor dos ativos. E como os mercados de capitais projetam riscos futuros, veremos mudanças na alocação de capital acontecerem mais rapidamente do que as mudanças no clima. **Num futuro próximo – e mais cedo do que muitos prevêem – haverá uma realocação significativa de capital.** (...)

3 INICIATIVAS INTERNACIONAIS PARA OPERACIONALIZAÇÃO DE MERCADOS DE INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS: O ECOSISTEMA ESG

A massiva realocação de capital e consequente conversão (responsável) de portfólios sustentáveis enunciadas no capítulo anterior trazem consigo novos desafios, inclusive jurídicos, relacionados à segurança e transparência das informações não-financeiras ESG, relevantes à tomada de decisão em novos investimentos. Atualmente, empresas, bancos e instituições financeiras e investidores (institucionais e qualificados) buscam, cada vez mais, por critérios e mecanismos de controle idôneos que permitam não só aferir o lastro (consistência) das informações ESG referentes a um determinado investimento considerado “sustentável”, como também apoiem sua avaliação, monitoramento, mensuração e, logo, precificação com base naqueles fatores²⁴.

A adoção desses critérios e mecanismos, como visto, permite (i) às empresas atrair investimentos (capital) mais qualificados e sob menor custo, (ii) às instituições financeiras, otimizar a precificação de riscos e avaliações de crédito, em prol da proteção de invest e (iii) aos investidores investir em empresas mais preparadas, que tendem a prosperar em cenários adversos no médio e longo prazo e, assim, gerar maior retorno em comparação com investimentos tradicionais.

²⁴ Nesse sentido, complementa Fink:

“A medida que nos aproximamos de um período de realocação de capital significativo, as empresas têm a responsabilidade – e um imperativo econômico – de dar aos acionistas uma imagem clara do seu grau de preparação. E no futuro, uma maior transparência nas questões de sustentabilidade será um componente persistentemente importante da capacidade de cada empresa para atrair capital. (...) Ao fazer isso, sua empresa desfrutará de maior prosperidade a longo prazo, assim como os investidores, trabalhadores e a sociedade como um todo.”



Com efeito e diante dessa demanda, foram criadas no mercado diversas iniciativas internacionais privadas (muitas altamente respeitáveis) com o propósito de oferecer àquelas empresas, instituições financeiras e investidores diferentes soluções (modelos de gestão ou *frameworks*, diretrizes gerais ou *standards*) úteis para construção de matrizes de materialidade que permitam a identificação, gestão e reporte de riscos e oportunidades socioambientais e de governança de um determinado ativo, potencialmente relevantes à decisão do investidor²⁵.

Além desses desenvolvedores, atualmente existem mais de seiscentas outras consultorias e prestadores de serviços, como provedores e agências de dados ESG (plataformas fornecedoras de informação) disponíveis no mercado que oferecem àquelas mesmas empresas, investidores e intermediários, serviços específicos de coleta, avaliação, granulação (especificação) e mensuração de dados ESG que visam abastecer aquelas diretrizes gerais fornecidas pelas desenvolvedores para o suprimento de informações necessárias à composição das matrizes de materialidade²⁶.

Sem prejuízo, muitos dessas plataformas também oferecem ainda àqueles mesmos clientes (“usuários”) serviços de certificação, precificação e ranqueamento de performances ESG, a partir dos dados ESG coletados e com base em uma avaliação limitada e muitas vezes auto-comparado de clientes avaliados, criando um verdadeiro ecossistema próprio, que podemos classificar da seguinte forma²⁷:

- a) **Formuladores de Modelos de Gestão de Sustentabilidade (*Framework Developers*)**: iniciativas que formulam e informam princípios e recomendações (amplas) que auxiliam a construção de modelos de gestão de sustentabilidade (*frameworks*), considerando os riscos e oportunidades (físicos, operacionais, financeiros e de transição) inerentes ao determinado

²⁵ Entre essas iniciativas podemos destacar: (i) Equator Principles (ii) IFC Sustainability Framework, (iii) Sustainability Accounting Standard Board, (iv) Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, (v) Global Reporting Initiative.

²⁶ De acordo com o relatório *Rate and Raters*, elaborado pela consultoria ERM. Disponível em <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/>. Acesso em 14/11/2021. Entre os principais provedores de dados internacionais, podemos citar: (i) MSCI, (ii) Mornigstar, (iii) Sustainalytics, (iv) Vigeo Elris, (v) ISS.

²⁷ Nesse sentido, confira a classificação proposta pelo Fórum Econômico Mundial: https://www3.weforum.org/docs/WEF_ESG_Report_digital_pages.pdf



negócio ou ativo em um cenário de conversão para uma economia de baixo carbono, no curto, médio e longo prazos²⁸,

b) **Desenvolvedores de Matrizes de Materialidade (*Standards Setters*)**

entidades que desenvolvem padrões de referência (diretrizes gerais) para identificação, gestão e reporte de materialidades ESG relevantes ao público a ser reportado, com base na estratégia e apetite a impacto de um determinado ativo (ou empresa), considerando aqueles riscos e oportunidades definidas em seu modelo de sustentabilidade²⁹;

c) **Provedores de dados ESG (*Data Providers*):**

consultorias especializadas em serviços de seleção, coleta e granulometria (especificação) de dados ESG não-financeiros, visando abastecer a matriz de materialidade definida no *standard* adotado e, assim, integrá-los aos processos de identificação, gestão e reporte³⁰;

d) **Agências de rating (*ESG Researchers and Ratings*):**

oferecem serviços de pesquisa, avaliação, certificação, precificação e ranqueamento de performances ESG, a partir dos dados integrados e reportados por uma empresa ou ativo, utilizando filtros de elegibilidade, questionários, pesos e métricas de ponderação para avaliar seus desempenhos. Muitas vezes, as agências são responsáveis pela elaboração e balanceamento de índices e carteiras sustentáveis³¹;

e) **Verificadores Independentes (*Assurers*):**

fornecem serviços de consultoria (*second opinion*) e auditoria independente sobre o processo (ou parte desse) de integração e reporte de dados ESG divulgados por determinada empresa ou ativo, com base na matriz de materialidade eleita e modelo de gestão de sustentabilidade, considerando as técnicas de seleção, coleta e granulometria utilizados³².

²⁸ Entre os principais formuladores de modelos de gestão de sustentabilidade podemos citar: *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD), *IFC Sustainable Framework*, *Climate Disclosure Standards Board*, *Integrated Reporting Council*.

²⁹ Entre os quais destacamos: *Global Reporting Initiative*, *Sustainability Accounting Standards Board*, *GHG Protocol*.

³⁰ Entre muitos outros, mencionamos: *MSCI Inc.*, *Sustainalytics*, *Reprisk*, *Vigeo-Eiris*, *CDP*.

³¹ A título exemplificativo: *Bloomberg*, *Standard & Poor's Global Ratings*, *Thompson Reuters*, *FTSE*.

³² Entre os verificadores, destacamos: *ERM*, *KPMG*, *EY*, *PwC*, *Deloitte*, *Bureau Veritas*, *Accenture*.



f) **Usuários de informações ESG:** analistas, consultores, gestores, executivos, investidores, advogados e todos que, com base nos dados ESG divulgados, avaliam e apoiam estratégias de investimento.

Ocorre que cada uma dessas iniciativas internacionais (formuladores de modelos de gestão, desenvolvedores de matrizes de materialidade) e centenas de provedores e agências de dados ESG (plataformas fornecedoras de dados) possuem critérios, metodologias e índices próprios, cada qual, com foco e finalidades distintas que, portanto, geram resultados próprios³³. Com efeito, a alta complexidade desse peculiar ecossistema – decorrente da ampla gama de atividades desempenhadas e a interrelação entre esses agentes – exige de seus operadores um profundo conhecimento sobre diversas matrizes resultantes, caso a caso, conforme modelos de gestão (*frameworks*), padrões (*standards*), critérios de abordagem e abastecimento e, principalmente, público-alvo eleito.

Na prática, contudo, cada empresa, ou organização emissora de produtos financeiros, vem vem integrando e divulgando ao mercado dados ESG (não-financeiros) com base em modelos de gestão, matrizes de materialidade, técnicas de seleção, coleta e granulação e critérios de avaliação e performance distintos e customizados conforme respectivos modelos de negócio e públicos almejados, a partir de tentativas individuais de identificação, gestão, reporte, mensuração e precificação de fatores ESG³⁴.

³³ Confira a crítica do professor Damodaran a esse respeito: “*There are numerous reasons to interpret results regarding the impact of ESG ratings screens on portfolio performance, ambiguous as they are, with particular care. The first problem that arises when attempting to assess the impact of ESG information on investment performance is defining what is meant by “ESG information.” It turns out there are a large number of organizations attempting to answer that question. Li and Polychronopoulos (2020) report that as of year-end 2019 they had identified 70 different firms that provide some sort of ESG rating. Furthermore, they note that this does not include the multitude of investment banks, government organizations and research organizations that conduct ESG-related research that can be used to create customized ratings. Fish, Kim and Venkatraman (2019) document that more than 600 ESG ratings were produced in 2018.*” DAMODARAN, Aswath. Sounding good or Doing good? A Skeptical Look at ESG (2020). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3557432. Acesso em 20/11/2021.

³⁴ Nesse sentido, a crítica de Roberto Rigobon: “*The goal of this paper is to decompose the overall divergence between ratings into the sources of scope, measurement, and weights. This is not trivial, because at the granular level the approach of each rating agency looks very different. Each rater chooses to break down the concept of ESG performance into different indicators, and organizes them in different hierarchies. (...) These diverse approaches make it difficult to understand how and why different raters assess the same company in different ways.*” BERG, Florian, KÖLBEL, Julian e RIGOBON, Roberto. *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (2020). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533



A despeito de potenciais conflitos de interesses que este cenário pode proporcionar (exigindo fiscalização do mercado), o resultado cenário é um universo complexo, heterogêneo que apresenta uma ampla variedade de critérios, metodologias e índices que, caso não sejam interpretados corretamente, podem confundir o usuário desatento, prejudicando a adequada avaliação sobre o potencial de rentabilidade que aquelas informações não-financeiras expressam. Em outras palavras, essa ampla variedade de abordagens para integração de dados ESG gera assimetrias de conceitos e distorções que prejudicam a comparabilidade entre opções de produtos “sustentáveis” ofertados e desestimulam, por consequência, a atratividade e liquidez desse promissor mercado.

Embora indesejada, essa multiplicidade representa uma consequência natural da combinação de uma alta demanda por investimentos sustentáveis e competição entre agentes para conquista de clientes ávidos por integrar a agenda ESG, em um mercado ainda não regulado. Enquanto algumas daquelas iniciativas ainda buscam contribuir para uma solução de grande escala³⁵, outros agentes do mercado endossam a necessidade de uma maior participação dos reguladores, via intervenção legítima no mercado, visando estabelecer regras e uma sinalização mais clara sobre as formas de divulgação e conteúdos das informações ESG³⁶.

Nesse sentido, autoridades supervisoras ao redor do mundo vem elaborando propostas para regular e fiscalizar o setor, buscando ordenar condutas e prevenir, mitigar e sancionar práticas lesivas ao investidor, como *greenwashing* e *repacking*³⁷.

³⁵ Recentemente, os formuladores de matrizes de materialidade Sustainability Accounting Standard Board (SASB) e a International Integrating Reporting Council (IIRC) anunciaram suas fusões e uniformizando de suas metodologias. Disponível em <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2020/12/IIRC-SASB-Press-Release-Web-Final.pdf>. Acesso em 24/11/2021.

³⁶ Em pesquisa realizada pelo Banco Central Europeu: “*Many banks stated that there are still challenges with regard to implementing sustainability within the business, with the most cited reasons being time horizon, awaiting regulatory proposals and lack of understanding of the potential impacts of climate change.*” EBA. Sustainable Finance Market Practices (2020). Disponível em: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Sustainable%20finance%20Market%20practices.pdf. Acesso em 24/11/2021.

No mesmo sentido, foi o resultado da pesquisa de mercado conduzida pelo Grupo de Trabalho de Finanças Sustentáveis da Comissão Européia: “*For several respondents, the trigger and starting point should be the materiality concept and they are back to asking for a definition of what is sustainable materiality and how to set clear thresholds.*” Disponível em: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-sustainable-finance-teg-report-climate-related-disclosures-summary-of-responses_en.pdf. Acesso em 20/11/2021.

³⁷ Embora não haja uma definição única para esses conceitos (daí a necessidade de regulação e tipificação), o *greenwashing* consiste em práticas de comunicação que induzem o consumidor ou



4 PROPOSTAS REGULATÓRIAS INTERNACIONAIS E A INFLUÊNCIA DO SETOR PRIVADO COMO AGENTE PARADIPLOMÁTICO NA FORMULAÇÃO DE POLÍTICAS SOCIOAMBIENTAIS (A AGENDA ESG)

Em uma iniciativa sofisticada, as Autoridades Supervisoras Europeias (compostas pelo Banco Central Europeu, Autoridade Européia para Valores Mobiliários e Mercado e a Autoridade Europeia para Seguros e Pensões Ocupacionais) apresentaram ao mercado proposta regulatória dispoendo sobre critérios para divulgação de finanças sustentáveis (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) tendo como objetivo (i) conscientizar o investidor sobre impactos de fatores ESG no mercado, (ii) promover uma taxonomia específica para divulgação de produtos financeiros ESG e (iii) empoderar o investidor, prevendo conteúdos obrigatórios que as informações ESG de empresas devem observar³⁸. A proposta, de perfil dirigista, se apoia em dois eixos:

- (a) subjetivo, destinado à forma como as empresas devem apresentar suas informações ESG. Nesse aspecto, a proposta prevê que todas as companhias deverão apresentar em seus endereços eletrônicos local específico uma *declaração de impacto de adverso à sustentabilidade*, indicando de forma clara, concisa e inteligível, os tipos de impactos socioambientais de suas atividades, bem como todas as informações não-financeiras relevantes sobre o perfil socioambiental e de governança da empresa, assim entendidas aquelas dados ESG que representem impactos efetivos em suas atividades que também sejam significativos do ponto de vista financeiro-prudencial para a performance da companhia (conceito de dupla-materialidade); e
- (b) objetivo, com foco nas informações dos produtos financeiros emitidos pela empresa. Nesse viés, a proposta exige informações obrigatórias adicionais que a empresa deverá disponibilizar em instrumentos pré-contratuais (prospectos, análises, relatórios, *releases*) abertos ao público sempre que

investidor a falsas conclusões acerca da efetiva contribuição ambiental de uma empresa ou produto. Por sua vez, o *repacking* seria um desdobramento do *greenwashing* e consistiria no abuso ou supervalorização de práticas ambientais já existentes e performadas por uma empresa ou produto decorrentes de suas obrigações mínimas. Fonte adaptada: Cambridge Dictionary

³⁸ Disponível em <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rtsg-esg-disclosure-standards-financial-market-participants>. Acesso em 20/11/2021.



lance ao mercado novos produtos financeiros rotulados como sustentáveis. Para tanto, a empresa será obrigada a circular juntamente com os produtos as seguintes informações que vincularão sua oferta: (a) matriz de materialidade, (b) compromissos internacionais que está associada, (c) critérios e metodologias utilizadas para o mapeamento, gestão e reporte daquela matriz, (d) índices selecionados para medição e acompanhamento de performance de investimento (KPIs) e (e) auditoria responsável e pareceres de segunda opinião sobre lastro sustentável do produto.

A proposta europeia ainda estabelece regras para o controle e fiscalização de agentes do setor, exigindo que, para certos tipos de ofertas, apenas determinados formuladores de matrizes e plataformas geradoras de informações ESG, previamente escrutinados por aquelas autoridades, possam ser utilizados pelas companhias (*basket-list*). Com tais medidas, as Autoridades Supervisoras Europeias pretendem fornecer o mínimo de segurança e transparência para proteger o investidor contra assimetrias e distorções do mercado, aumentando o nível de comparabilidade entre diferentes produtos financeiros.

Contudo, importante destacar que as contribuições europeias apresentam forte inspiração nos modelos de identificação, gestão e reporte de materialidades ESG já desenvolvidos pelas diversas iniciativas privadas do mercado, com especial e expressa referência às recomendações formuladas pelo *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD)³⁹ e as matrizes desenvolvidas pelo *International Integrated Reporting Council* (IIRC) e outros desenvolvedores:⁴⁰

³⁹ Força tarefa criada pelo Financial Stability Board (FSB), braço financeiro executivo do G20, que reúne diversas autoridades e mais de 473 instituições financeiras responsável pela gestão de 138,8 trilhões de dólares em ativos. Disponível em <https://www.fsb-tcfd.org/>. Acesso em 06/09/2022.

⁴⁰ Grifos e tradução nossa. Confira no original:

“Companies are encouraged to disclose information in accordance with widely accepted reporting standards and frameworks to maximise comparability for their stakeholders. To contribute to convergence at EU and global level, these guidelines refer to a number of recognised reporting frameworks and standards.

In particular, they incorporate the recommended disclosures of the Task-Force on Climate related Financial Disclosures (TCFD), which are themselves aligned with other principal frameworks. The disclosures recommended by the TCFD are separately identified in these guidelines. Annex II shows the disclosure requirements of the Non-Financial Reporting Directive mapped against the recommended disclosures of the TCFD.

In addition to the TCFD, these guidelines also take particular account of the standards and frameworks developed by the Global Reporting Initiative (GRI), the CDP, the Climate Disclosure Standards Board (CDSB), the Sustainability Accounting Standards Board (SASB) and the International Integrated Reporting Council (IIRC) and of the EU Eco-Management and Audit Scheme (EMAS).



*As companhias são encorajadas a divulgar informações de acordo com padrões de reporte e modelos de gestão amplamente aceitos para maximizar a compatibilidade para os seus acionistas. Para contribuir com a convergência em nível global e da União Europeia, essas diretrizes se referem a um número admitido de padrões de reporte e modelos de gestão. Em especial, eles incorporam as divulgações recomendadas pela 'Task-Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)', as quais se alinham com outros principais modelos de gestão. As divulgações recomendadas pela TCFD são identificadas separadamente por estas diretrizes. O anexo II demonstra os requisitos de divulgação da Diretriz de Relatórios Não Financeiros mapeados em relação às divulgações recomendadas pela TCFD. Adicionalmente ao TCFD, essas diretrizes também consideram os padrões e modelos de gestão desenvolvidos pelo **Global Reporting Initiative (GRI)**, **CDP**, **Climate Disclosure Standards Board (CDSB)**, **Sustainability Accounting Standards Board (SASB)** e **International Integrated Reporting Council (IIRC)**, além de **EU Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)**.*

Aliás, o próprio conceito de dupla-materialidade adotado pelas autoridades europeias para definir a relevância de informações ESG para fins de reporte tem como origem (ainda que parcial) as reflexões sobre a taxonomia desenvolvida pelo *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD) - força tarefa criada pelo Financial Stability Board (FSB), braço financeiro executivo do G20, que reúne diversas autoridades e mais de 473 instituições financeiras responsável pela gestão de 138,8 trilhões de dólares em ativos. Nesse sentido: ⁴¹

(...)” Disponível em https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf. Acesso em 24/11/2021.

⁴¹ Grifos e tradução nossa. Confira no original:

“According to the Non-Financial Reporting Directive, a company is required to disclose information on environmental, social and employee matters, respect for human rights, and bribery and corruption, to the extent that such information is necessary for an understanding of the company's development, performance, position and impact of its activities.¹⁴ Climate-related information can be considered to fall into the category of environmental matters. (...)

In effect, the Non-Financial Reporting Directive has a double materiality perspective:

- *The reference to the company's "development, performance [and] position" indicates financial materiality, in the broad sense of affecting the value of the company. Climate-related information should be reported if it is necessary for an understanding of the development, performance and position of the company. This perspective is typically of most interest to investors.*

- *The reference to "impact of [the company's] activities" indicates environmental and social materiality. Climate-related information should be reported if it is necessary for an understanding of the external impacts of the company. This perspective is typically of most interest to citizens, consumers, employees, business partners, communities and civil society organisations. However, an increasing number of investors also need to know about the climate impacts of investee companies in order to better understand and measure the climate impacts of their investment portfolios. Companies should consider using the proposed disclosures in these guidelines if they decide that climate is a material issue from either of these two perspectives.*

These two risk perspectives already overlap in some cases and are increasingly likely to do so in the future. As markets and public policies evolve in response to climate change, the positive and/or negative impacts of a company on the climate will increasingly translate into business opportunities and/or risks that are financially material



*Segundo a Diretriz de Relatórios Não Financeiros, uma companhia deve divulgar informações sobre assuntos ambientais, sociais e trabalhistas, respeito pelos direitos humanos e combate à corrupção e ao suborno, na medida em que esse tipo de informação seja necessário para compreensão do desenvolvimento, performance, posicionamento e impactos de suas atividades. Informação climáticas podem ser categorizadas como assunto ambiental (...). Com efeito, a Diretriz de Relatórios Não Financeiros tem uma perspectiva de dupla-materialidade: - A referência para o 'desenvolvimento, performance e posicionamento' das companhias indica materialidade financeira, no sentido amplo de afetar o valor da companhia. Informações relativas ao clima devem ser reportadas se necessárias para a compreensão do desenvolvimento, performance e posicionamento da companhia. Essa perspectiva é tipicamente mais interessante aos investidores. - A referência de "impacto das atividades (da empresa)" indica materialidade ambiental e social. Informações relativas ao clima devem ser reportadas, se necessária para a compreensão dos impactos externos da empresa. Essa perspectiva é tipicamente mais interessante para cidadãos, consumidores, empregados, parceiros comerciais, comunidades e organizações civis. No entanto, um número cada vez maior de investidores também precisa saber sobre os impactos no clima das empresas investidas, para assim melhor entender e medir os impactos climáticos do seu portfólio de investimentos. Empresas devem considerar utilizar as divulgações propostas nestas diretrizes, caso elas decidam que o clima é uma questão material a partir daqueles dois pontos de vista. Essas duas perspectivas de risco já se sobrepõem em alguns casos e são mais cada vez mais prováveis de acontecer no futuro. A medida que o mercado e políticas públicas evoluem em resposta ao aquecimento global, os impactos positivos e negativos de empresas no clima vão significativamente interferir nas oportunidades de negócios e/ou riscos materialmente financeiros. **A perspectiva material das Diretrizes de Relatórios Não Financeiros abrange tanto a materialidade financeira quanto a ambiental e social, enquanto o TCFD apenas possui a perspectiva da materialidade financeira.***

Outro exemplo de influencia do mercado, enquanto ator internacional, na agenda socioambiental dos Estados é a proposta americana. Em que pese o negacionismo climático tenha orientado a política externa norte-americana nos últimos anos⁴², atualmente a *Security Exchange Commission* (SEC) formula sua proposta regulatória, muito baseada também em propostas da iniciativa privada, como aquela desenvolvida pelo *CFA Institute*⁴³.

The materiality perspective of the Non-Financial Reporting Directive covers both financial materiality and environmental and social materiality, whereas the TCFD has a financial materiality perspective only." Disponível em https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf. Acesso em 24/11/2021.

⁴² Confira em: SEC's Acting Chair Statement on the Review of Climate-Related Disclosure: Disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-statement-review-climate-related-disclosure>. Acesso em 24/11/2021.

⁴³ Consultation Paper on the development of the CFA institute ESG disclosure standards for investment products (2020). Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/esg-standards/esg-consultation-paper-comment-consultation-paper-on-esg-disclosure-standards.ashx>. Acesso em 24/11/2021.



A proposta americana, atualmente sob desenvolvimento, propõe uma abordagem mais liberal que o modelo europeu. De acordo com a referida proposta, a própria existência de diversas iniciativas privadas que oferecem inúmeras metodologias para identificação, avaliação, reporte e mensuração de materialidades socioambientais e de governança, por si, seriam suficientes a abastecer a demanda do mercado não sendo necessária a intervenção do Estado para criação de novos parâmetros. Nesse sentido, a recomendação feita pelo Subcomitê ESG do Conselho Consultivo de Gestão de Ativos da SEC propõe que a regulação americana limita-se a (a) informar o investidor sobre os riscos decorrentes dos impactos de fatores ESG em performances de ativos, (b) exigir que as empresas, quando da emissão de produtos e investimentos sustentáveis, informem ao mercado os standards e metodologias utilizadas para sua classificação “sustentável”, cabendo ao investidor (qualificado e institucional) a diligência de analisar tais informações e incorporá-las ao seu risco de investimento. Vejamos⁴⁴:

Nossa recomendação é limitada em escopo: requisitos significativos de divulgação para riscos materiais já existem e nós não vemos a necessidade de mudar as leis de divulgação para melhorar a qualidade e compatibilidade ESG para investidores. O que nós recomendamos é a adoção de padrões para essa divulgação; nós propomos que sejam estabelecidos padrões obrigatórios, ao invés de voluntários, já que a abordagem atual e não-orientada não resultou em divulgação consistente, comparável, completa e significativa. O impacto da atual abordagem pode ser uma transparência fraca com o potencial de direcionar enganar investidores em produtos de investimento, assim como a fraca divulgação de riscos materiais para investidores em emissões de valores mobiliários. Nós não recomendamos uma abordagem altamente detalhada como usada, por exemplo, na Europa, pois, isso pode resultar em produções de métricas que não são necessárias para analisar problemas de risco material e custo desnecessário. Invés disso, nós vemos uma abordagem parcimoniosa sendo suficiente para satisfazer a necessidade de transparência do investidor, com o foco em um número

⁴⁴ Tradução nossa. Confira no original:

“Our recommendation is limited in scope: significant disclosure requirements for material risks already exist and we do not see the need to change the disclosure laws to improve the quality and comparability of ESG for investors. What we do recommend is the adoption of standards for those disclosures; we propose that mandatory, rather than voluntary, standards be established, as the current, unguided approach has not resulted in consistent, comparable, complete and meaningful disclosure. The impact of the current approach could be poor transparency with the potential to mislead investors in investment products, as well as poor disclosure of material risks to investors in issuers’ securities. We do not recommend the highly prescriptive approach that is used, for example, in Europe, as that may result in the production of metrics that are not needed to assess an issuer’s material risks, and unnecessary cost. Instead, we see a parsimonious approach being sufficient to meet the needs of investor transparency, with a focus on a limited number of material metrics, tailored by industry, overseen by an independent standard setting entity such as SASB, or other similar approaches so long as they are limited to material metrics by industry.”



limitado de métricas materiais, moldados pela indústria, supervisionada por uma entidade normatizadora independente, como a SASB, ou outras abordagens similares, desde que elas sejam limitadas por métricas materiais pela indústria.

No Brasil, a experiência não é diferente. Embora tanto o Banco Central do Brasil (“BCB”) como a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) já detivessem regras específicas desde 2014 para o reporte de informações socioambientais por instituições financeiras e companhias abertas⁴⁵, em 2021 ambas autoridades submeteram novas propostas regulatórias para aprimorar aquelas regras então existentes, em alinhamento com as tendências internacionais.

No mercado financeiro, as propostas do BCB (atualmente já converidas em normas vigentes) tem por objetivo rever e robustecer o arcabouço regulatório para (a) incluir a variável climática entre os fatores ESG geridos e reportados pelas instituições financeiras sob âmbito de suas políticas de responsabilidade socioambientais⁴⁶, (b) estabelecer mecanismos de governança às instituições financeiras, inclusive via responsabilização de conselhos de administração e diretorias, para assegurar a efetiva integração os fatores ESG no gerenciamento de risco e capital e tomadas de decisão das instituições financeiras, de modo transversão em suas operações⁴⁷, (c) conceituar os tipos de riscos sociais, ambientais e climáticos que devem ser considerados pelas instituições financeiras na concessão de crédito⁴⁸ e (d) uniformizar em padrão de relatório periódico, a disponibilização daquelas informações⁴⁹.

Nesse aspecto, o próprio Banco Central do Brasil assume que o pacote normativo anunciado tem como ponto de partida os critérios de gestão de risco adotados pelo TCFD, especialmente para fins de divulgação de informações ESG pelas instituições financeiras, evidenciando assim mais uma vez a influência do

⁴⁵ Desde 2014, a Resolução 4.327 do Conselho Monetário Nacional já previa a competência do BCB para exigir e fiscalizar das instituições financeiras o cumprimento de suas Políticas de Responsabilidade Socioambiental (“PRSA”). Por sua vez, a CVM já exigia a prestação de informações socioambientais no formulário de referência, via Instrução CVM nº 552.

⁴⁶ Resolução CMN nº 4.945. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.945-de-15-de-setembro-de-2021-345117266>. Acesso em 24/11/2021.

⁴⁷ Resolução CMN nº 4.943. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.943-de-15-de-setembro-de-2021-345117078>. Acesso em 24/11/2021.

⁴⁸ Resolução BCB nº 140. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-bcb-n-140-de-15-de-setembro-de-2021-345119695>. Acesso em 24/11/2021

⁴⁹ Resolução CMN nº 4.945. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.945-de-15-de-setembro-de-2021-345117266>. Acesso em 24/11/2011.



mercado na agenda regulatório socioambiental dos Estados, como assim consentido pelo próprio Presidente do Banco Central:⁵⁰

No Brasil, o escopo dessa iniciativa vai além da perspectiva climática da TCFD e foi ampliado para incluir também questões sociais e ambientais. A ampliação de divulgação de informações por IFs, com base nas recomendações da Taskforce on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD).

Essa influência de iniciativas privadas internacionais na formulação de agendas ESG de diversos Estados e jurisdições revela, na prática, o poder paradiplomático do mercado em políticas públicas socioambientais. Diferentemente da diplomacia tradicional, exercida por representantes oficiais do Estado legalmente revestidos de poderes para instituição e manutenção de relações entre pessoas jurídicas de direito público, a paradiplomacia consiste em um envolvimento direto por outros agentes subnacionais (ou, melhor, desprovidos de poderes de representação estatal) em relações internacionais⁵¹.

Nessa medida, embora formalmente não aparente em estruturas tradicionais de poder, a realidade econômica (baseada em mercados relativamente integrados e globalizados) aliada à alta capacidade (técnica e financeira) de agentes privados em desenvolver soluções quase imediatas às novas demandas (inclusive por

⁵⁰ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apontamentos%20RCN%20Sustentabilidade%20VF.pdf>. Acesso em 24/11/2021.

⁵¹ O conceito clássico de paradiplomacia concentra-se na atuação de agentes governamentais subnacionais no estabelecimento e manutenção de relações internacionais com outros Estados e organismos multilaterais. Nesse sentido, as lições de Michael Keating, disponível para quem a paradiplomacia consiste em um “*envolvimento direto ou autônomo das unidades federadas em atividades de relações internacionais cooperativas ou paralelas.*” KEATING, Michael. *Paradiplomacy and Regional Networking. Forum of Federations: an International Federalism.* Hanover, 2000. Disponível em: <<https://revistaidees.cat/en/paradiplomacia-i-creacio-de-xarxes-regionals/>>. Acesso em 24/11/2021. Em sentido semelhante o Noé Conargo Prieto define a paradiplomacia como “*uma atividade de política externa de uma unidade federativa: “o envolvimento de governos não centrais nas relações internacionais mediante o estabelecimento de contatos permanentes e ad hoc, com entidades públicas ou privadas estrangeiras, com o objetivo de promoção socioeconômica e cultural, bem como de qualquer outra dimensão exterior nos limites de sua competência constitucional.*” CORGANO PRIETO, Noé. O outro lado do novo regionalismo pós-soviético e da Ásia-Pacífico: a diplomacia federativa além das fronteiras do mundo ocidental. in: VIGEVANI, Tullio; WANDERLEY, Luiz Eduardo; BARRETO, M. Inês e MARIANO, P. (org). *A dimensão subnacional e as relações internacionais.* São Paulo, UNESP/EDUSC, 2004. p. 251-282. Com efeito, para o presente artigo, extendemos o conceito de paradiplomacia não só para os agentes governamentais subnacionais, mas como para qualquer agente que, desprovido de poderes formais de representação internacional estatal, exerça na prática relações internacionais com demais agentes integrantes do sistema internacional público.



investimentos sustentáveis) revela a efetividade do *soft power* exercido por organizações privadas na formulação de agendas regulatórias e políticas públicas formais de organismos internacionais e Estados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O *giro sustentável* da economia forneceu aos fatores ESG uma nova dimensão nas empresas, servindo como atualmente como filosofia de investimento. Com efeito, diversas iniciativas internacionais foram criadas de modo oferecer soluções à demanda de empresas, instituições financeiras e investidores por critérios e metodologias hábeis a apoiar a criação e gestão de matrizes de materialidade socioambiental necessárias a conversão e gestão de portfólios sustentáveis.

A análise empírica de diferentes propostas regulatórias (modelo europeu, americano e brasileiro) demonstra a influência do mercado – assim entendido o setor privado internacionalmente organizado – como agente paradiplomático indutor de políticas públicas socioambientais dos Estados, especialmente para na formulação da agenda ESG para a regulação de oferta de produtos financeiros sustentáveis.

A constatação dessa influência é relevante para o desenvolvimento de ferramentas jurídicas necessárias ao adequado incentivo, controle e fiscalização de ofertas de produtos financeiros sustentáveis, haja vista a origem econômica de seus interesses (bens jurídicos) tutelados. Parafrazeando Nicholas Stern, se “*a mudança climática é resultado da maior falha de mercado que o mundo já viu*”⁵², é preciso atuarmos juntos em prol da credibilidade de mercados de investimentos sustentáveis.

52 Tradução livre. No original “climate change is a result of the greatest market failure that the world has seen” in Stern Review: The Economics of Climate Change (2007). Disponível em http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview_report_complete.pdf. Acesso em 17/11/2021.



REFERÊNCIAS

ALEXY, Robert, **Teoria dos direitos fundamentais**, 2ª ed.. São Paulo: Malheiros, 2011.

AMEL-ZADEH, Amir e SERAFEIM, George. *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey* (2017). **Financial Analysts Journal** (2018), Volume 74 Issue 3. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310

Bank of England, **Prudential Regulation Authority (2018) Transition in thinking: The impact of climate change on the UK Banking Sector**. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector.pdf?la=en&hash=A0C99529978C94AC8E1C6B4CE1EECD8C05CBF40D>

BERG, Florian, KÖLBEL, Julian e RIGOBON, Roberto. **Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings** (2020). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533

BOLTON, Patrick; DESPRES, Morgan; PEREIRA DA SILVA, Luiz; SAMAMA, Awazu Frédéric e SVARTZMAN, Romain. *The Green Swan: Central banking and financial stability in the age of climate change*. **Bank for International Settlements** (2020). Disponível em <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

BOLTON, Patrick; LI, Tao; RAVINA, Enrichetta e ROSENTHAL, Howard. *Investor Ideology*. **Columbia Business School Research Paper** No. 18-21, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 557/2018 (2019). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3119935>

CARNEY, Mark. *A New Horizon*. **Speech at European Commission Conference: A global approach to sustainable finance**. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2019/mark-carney-speech-at-european-commission-high-level-conference-brussels>

CCST – Centro de Ciencia do Sistema Terrestre. **Stern Review: The Economics of Climate Change** (2007). Disponível em http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview_report_complete.pdf. Acesso em 17/11/2022.

CORGANO PRIETO, Noé. O outro lado do novo regionalismo pós-soviético e da Ásia-Pacífico: a diplomacia federativa além das fronteiras do mundo ocidental. in: VIGEVANI, Tullo; WANDERLEY, Luiz Eduardo; BARRETO, M. Inês e MARIANO, P. (org). **A dimensão subnacional e as relações internacionais**. São Paulo, UNESP/EDUSC, 2004. p. 251-282.



FRIEDMAN, Milton. *A Friedman Doctrine – The social responsibility of a business is to increase its profit.*, **The New York Times**. Sep. 13, 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

FINK, Larry. **Uma mudança estrutural nas finanças**. 2019. Disponível em <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>.

GASPERINI, Andrea. *Principles for responsible investment (PRI) and ESG factors'*, in Leal Filho W., Azul A., Brandli L., Özuyar P., Wall T. (eds) **Climate Action**. Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals. Springer, Cham. (2019) Disponível em: https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-319-71063-1_19-1

MARTINS. Ricardo Marcondes. **Teoria Jurídica da Liberdade**. São Paulo: Contracorrente, 2015.

NGFS – Network Greening the Financial System. **A call for action: Climate change as a source of financial risk, First Comprehensive Report (2019)**. Disponível em https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf

NGFS – Network Greening the Financial System. **The Macroeconomic and Financial Stability Impacts of Climate Change Research Priorities (2020)**. Disponível em: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_research_priorities_final.pdf

OECD. **The Un Principles For Responsible Investment And The Oecd Guidelines For Multinational Enterprises: Complementarities And Distinctive Contributions (2007)**. Disponível em: <https://www.oecd.org/investment/mne/38783873.pdf>

PIMENTEL, Gustavo. **A origem do investimento socialmente responsável (2006)**. Disponível em <http://gustavopimentel.blogspot.com/2006/09/origem-do-investimento-socialmente.html>. Acesso em 03.08.2022.

SAMPAIO, Rômulo Silveira da Rocha. **Fundamentos da responsabilidade civil ambiental das instituições financeiras**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2013.

SHERWOOD, MATHEW W. AND POLLARD, JULIA. **Responsible Investing: an introduction to environmental, social and governance investments**. Routledge: Londres, 2019.

SOUZA, Luciane Moessa de. **Sistema financeiro e desenvolvimento sustentável: regulação, autorregulação, boas práticas, propostas de aprimoramento e de parâmetros para responsabilidade em caso de danos socioambientais causados por atividades financiadas**. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2018.



PRI - Principles for Responsible Investment. 2018 **PRI Reporting framework, main definitions 2018**. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=1453>

PRI - Principles for Responsible Investment. **An introduction to responsible investment**. 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

WHO CARES WINS, *connecting financial markets to a changing world: recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage*. **World Bank, e-book**. (2004) Disponível em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>

ZINGALES, Luigi (coord). **Milton Friedman 50 Years Later, a Reevaluation**. *Stigler Center for the study of economy and the State*, e-book. Disponível em <https://promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>

