

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO CENTRO
DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND**

A INFLUÊNCIA E A REGULAÇÃO DO ESG NO MERCADO DE CAPITAIS

ISABELLE OGUIDO LEME

Rio de Janeiro

2023

ISABELLE OGUIDO LEME

A INFLUÊNCIA E A REGULAÇÃO DO ESG NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da **Professora Dra. Verônica Lagassi.**

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

L551i Leme, Isabelle Oguido
A influência e a regulação do ESG no mercado de
capitais / Isabelle Oguido Leme. -- Rio de Janeiro,
2023.
57 f.
Orientador: Veronica Lagassi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.
1. ESG. 2. Mercado de Capitais. I. Lagassi,
Veronica, orient. II. Título.

ISABELLE OGUIDO LEME

A INFLUÊNCIA E A REGULAÇÃO DO ESG NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da **Professora Dra. Verônica Lagassi**.

Data da Aprovação: 28/11/2023.

Banca Examinadora

Prof^ª Dra^a. Verônica Lagassi – Orientadora

Membro da Banca Juliana de Siqueira Oliveira

Membro da Banca Vanessa dos Santos Gallo

Rio de Janeiro

2023

RESUMO

O presente estudo procura analisar o contexto histórico dos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa no mercado de capitais, visto que o desempenho financeiro já não é o único parâmetro para avaliar uma empresa e atrair investimentos. Para seu desenvolvimento, foi analisado, a partir da metodologia de pesquisa exploratória com análise documental e bibliográfica sobre o tema estudado. Assim, buscou-se compreender a real influência da adoção de critérios ESG no mercado de capitais.

Palavras-chave: ESG; Ambiental; Social; Governança Corporativa; Capitalismo de Stakeholders; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This study aims to study the historical context of Environmental, Social and Corporate Governance aspects in the capital market, since financial performance is no longer the only parameter to evaluate a company and attract investments. For its development, it was analyzed, based on exploratory research methodology with documentary and bibliographic analysis on the topic studied. Therefore, the study sought to understand the real influence of the adoption of ESG practices in the capital market.

Keywords: ESG; environmental; social; corporate governance; stakeholder capitalism; capital markets.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

B3 – Bolsa, Balcão, Brasil

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

GRIS - *The Global Risks Reports*

IGCT B3 - Índice de Governança Corporativa Trade

ISE B3 - Índice de Sustentabilidade Empresarial

IOSCO - *International Organization of Securities*

LSA - Lei no 6.404/76

PRI - *Principles for Responsible Investment*

ONU - Organização das Nações Unidas

LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Relatório de Riscos Globais 2020	41
--	----

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO 1 - CAPITALISMO DE <i>SHAREHOLDERS</i> E CAPITALISMO <i>STAKEHOLDER</i>	15
CAPÍTULO 2 – REGULAÇÃO ESG	24
2.1. Constituição Federal de 1988	25
2.2. Lei nº 6.385/1976 e Lei das S.A.	26
2.3. Resolução CVM 59	29
2.4. Ofício Circular 002/2023 da B3	32
2.5. Resolução CVM 175	34
CAPÍTULO 3 - QUAL A INFLUÊNCIA ESG NO MERCADO DE CAPITAIS	35
3.1. A influência no valor da empresa	39
3.1.1. Incentivos fiscais	42
3.1.2. Títulos ESG	45
3.2. A influência nas escolhas dos investidores	47
CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	54

1. INTRODUÇÃO

O mundo empresarial passou, nas últimas décadas, por notórias transformações, haja vista a preocupação com questões ambientais, sociais e de governança que se tornaram uma parte fundamental da estratégia corporativa. O mercado financeiro, atento às transformações da sociedade, envolve-se progressivamente com questões sociais e ambientais. Não é por acaso que as empresas têm demonstrado um interesse crescente em expor seu compromisso com princípios socioambientais.

Atualmente, a valorização das empresas passa a estar interligada a valores relacionados ao bem-estar da sociedade e a preservação do meio ambiente. A falta de engajamento com questões ambientais e sociais passa a ser encarada como um risco para a lucratividade das empresas. O livro “ESG: O Cisne Verde e o Capitalismo de Stakeholder”¹ dispõe que “o custo da ausência de ESG passou a preocupar os executivos, que a partir de agora é pesado na balança das escolhas por parte dos investidores no mercado corporativo”. Nesse contexto, ESG representa estabilidade, redução de custos, melhoria na reputação e maior capacidade de resistência diante de incertezas e vulnerabilidades, tendo um papel essencial na tomada de decisões pelos atores envolvidos no cenário empresarial.

Na medida em que a sociedade passou a enfrentar desafios globais cada vez mais urgentes, ficou evidente que não há mais como as empresas apenas ignorarem os valores ambientais, sociais e de governança. Logo, a corrupção nas empresas, o desmatamento, os impactos ambientais, a exclusão de minorias e a falta de diversidade nas empresas não podem mais ser negligenciados. A professora Flávia de Souza Marchezin² destaca que o conceito de ESG representa mais do que apenas uma nova abordagem na gestão de empresas, apresentando-se como um paradigma que implica uma mudança significativa nas relações entre empresas/instituições e investidores. Ela enfatiza que as métricas de boas práticas ESG não se limitam mais a simples resultados de regulamentações obrigatórias ou de iniciativas voluntárias, mas são integrantes das estratégias financeiras das empresas.

¹Nascimento, Juliana Oliveira (Coord.). *ESG: O cisne verde e o capitalismo de stakeholder - a tríade regenerativa do futuro global*. 2. ed. São Paulo, Thomson Reuters Brasil, 2023, p, 45

²Idem, p. 95.

Atualmente, o mercado percebeu que deixar de observar os aspectos de sustentabilidade poderia comprometer a rentabilidade da empresa, trazendo riscos desnecessários³. Sendo assim, houve um grande aumento na visibilidade para as ações de ESG tanto para investidores quanto para consumidores, verificando-se quais empresas são conscientes, sustentáveis e devidamente gerenciadas.

Dessa forma, conforme evidenciado no Relatório GRIS 2020, o notável avanço no volume de transações relacionadas a aspectos socioambientais pode ser atribuído a (i) um consenso crescente sobre a necessidade de maior transparência nos negócios; (ii) crescente preocupação com questões climáticas e de biodiversidade e (iii) um interesse ampliado pela construção de uma comunidade mais justa, respeito aos direitos humanos universais e promoção da acessibilidade.

Além disso, um estudo divulgado pela CVM⁴, baseado no relatório GRIS 2020, reporta um notável aumento no montante de investimentos sustentáveis em escala global, totalizando US\$ 35,3 trilhões nos cinco principais mercados destacados no relatório (Austrália, Canadá, Europa, Estados Unidos e Japão), o que equivale a cerca de 36% dos ativos financeiros gerenciados em todo o mundo.

Nesse sentido, o termo ESG, abreviação de *Environmental, Social and Governance*, foi cunhado em 2004, em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*. A publicação foi um desafio feito pelo secretário-geral da ONU, Kofi Annan, aos 50 CEOs de grandes instituições financeiras, com a proposta de incorporar elementos sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais⁵, enfatizando fatores

³B3. A evolução do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) e sua aplicabilidade. 2023. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Estudo_ISE_B3_-_julho_2023.pdf. Acesso em: 09 nov. 2023.

⁴Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *A agenda ASG e o Mercado de CAPITAIS*. 2022. Disponível online em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf#:~:text=De%20acordo%20com%20o%20relat%C3%B3rio%20da%20GRIS%202020%2C,36%25%20dos%20ativos%20financeiros%20sob%20gest%C3%A3o%20no%20mundo>. Acesso em: 09 nov. 2023

⁵The Global Compact. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 09 nov. 2023.

pré-financeiros, que estão sendo cada vez mais considerados pelos investidores como parte do processo de análise para identificar riscos materiais e oportunidades de crescimento.”⁶

O acrônimo em questão visa transcender os interesses dos acionistas, baseando-se na valorização do indivíduo, no tratamento adequado dos funcionários, nos salários dignos, na produção de qualidade, na fixação de preços justos, na preocupação com a prevenção e preservação ambiental e na adoção de uma postura ética em relação à sociedade.

Após o termo ESG ser cunhado, também foram lançados os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) pela ONU em Nova York, que considera os fatores sociais, ambientais e de governança para tomada de decisões pelos investidores, sendo eles⁷:

- a. Compromisso de incorporar questões ESG na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão;
- b. Compromisso de ser um investidor ativo e exercer influência em relação às empresas nas quais se investe;
- c. Desenvolvimento de políticas e práticas eficazes de engajamento com as empresas que investe;
- d. Compromisso transparência e divulgação apropriada sobre as empresas que investimos;
- e. Compromisso de colaboração com outros investidores e partes interessadas para aumentar a eficácia na implementação dos princípios;
- f. Compromisso de relatar regularmente suas atividades e progresso na implementação dos princípios.

Antes mesmo do termo ESG ser fixado em 2004, na década de 90, John Elkington, criador do *Triple Bottom Line*⁸, ou Tripé da Sustentabilidade, já havia idealizado a proposta de uma gestão empresarial que teria três pilares bases: pessoas, planeta e lucro. O *Triple Bottom Line* entende que esses três pilares estão interconectados e que a sustentabilidade genuína só pode ser alcançada quando todos são considerados e equilibrados.

⁶CFA Society Brasil. Advocacy - ESG. 2023. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/advocacy/esg/#:~:text=A%20sigla%20ESG%20significa%20%E2%80%9Cenvironmental,materiais%20e%20oportunidades%20de%20crescimento>. Acesso em: 09 de nov. 2023.

⁷UNPRI. Princípios para o Investimento Responsável. 2023. Disponível em: <<https://www.unpri.org/>>. Acesso em: 09 nov. 2023.

⁸Slaper, Timothy; Hall, Tanya. *The triple bottom line: what is and how does it work?*. Indiana Business Review, 2011, volume 86, No. 1. Disponível em: <https://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/article2.html>. Acesso em: 09 nov. 2023.

Portanto, é notório que progressivamente tem se tornado mais difícil dissociar os valores de uma empresa do seu valor de mercado. O mundo está cada vez mais globalizado, há sempre novas formas de crescimento da empresa, minimizar riscos e investir em oportunidades que irão conciliar o lucro com práticas socioambientais. Logo, vem sendo difundida uma postura de responsabilidade das empresas, com base em seu papel na sociedade.

Sendo assim, nota-se que a estrutura do capitalismo de acionistas não se adequa mais à nova perspectiva do mundo, coagindo, de forma involuntária, que as empresas adotem uma nova postura. Assim, é necessário um plano concreto para geração de valor, e não apenas um *marketing*, muitas vezes até mesmo um *greenwashing*, ou seja, a valorização intencional de uma empresa ou produto, por meio do uso de informações falsas, incompletas ou pela omissão de informações.

Nessa conjuntura, o papel do profissional jurídico é montar a estratégia da empresa, atuando de forma consultiva, mas sabendo prever possíveis litígios, de modo a conseguir evitá-los, além de ser essencial para a identificação de tendências e desenvolvimento de estratégias. Sendo assim, precisa compreender quais serão os valores integrados a tais práticas ESG, a estratégia para executá-los e os resultados para os acionistas e para sociedade.

Aqueles que optam por formar uma empresa devem se comprometer com o estabelecimento de uma série de condições que visam à prosperidade, continuidade e sucesso do negócio. Nesse sentido, os administradores, juntamente com os sócios, devem escolher a estrutura de gerenciamento e organização da pessoa jurídica, estabelecendo as diretrizes e a abordagem de atuação para alcançar e manter uma atividade lucrativa, sem negligenciar a função social.

Apesar dos elevados custos que essa nova abordagem pode trazer para as companhias, o mercado, a longo prazo, recompensa as empresas que demonstram um comportamento socialmente responsável. Embora haja várias controvérsias em torno do impacto da incorporação dos fatores ESG na performance dos investimentos, muitos gestores de recursos de destaque global têm manifestado a intenção de integrar cada vez mais os fatores ESG em seu processo de tomada de decisões, introduzindo, assim, um critério adicional, que vai além do foco exclusivo no lucro.

Com o objetivo de incorporar à discussão sobre a regulamentação dos aspectos ESG no contexto brasileiro, além de verificar quais as verdadeiras vantagens sobre a adoção de uma agenda ESG e influência no seu desempenho financeiro, questiona-se: qual a influência e como ocorre a regulação ESG no mercado de capitais?

2. CAPITALISMO DE *SHAREHOLDERS* E CAPITALISMO *STAKEHOLDER*

A história recente é marcada por (r)evoluções, emergindo no final do século XVIII o sistema econômico chamado capitalismo que, logo, desdobra-se em dois sistemas econômicos predominantes: o capitalismo de acionistas, ou capitalismo de *shareholders*, no qual os interesses dos acionistas prevalecem sobre os demais, e o capitalismo de Estado, no qual o poder público é visto como o principal detentor do controle⁹.

Sobre o primeiro modelo, os *shareholders*¹⁰ de uma empresa são os seus acionistas e, comumente, seus investidores. A etimologia do termo provém da combinação entre *share*, que pode ser traduzido livremente como parte ou compartilhar, e *holder*, que se refere a quem detém ou segura algo. Portanto, *shareholder* representa aquele que possui uma parcela.

In a free society (...) there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.¹¹²

Foi assim que Milton Friedman¹³, grande expoente do capitalismo de acionistas e economista da Escola de Chicago, além de ganhador do Nobel de Economia de 1976, finalizou seu famoso artigo publicado no jornal *The New York Times* denominado “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits”.

Friedman¹⁴ sempre defendeu que o principal objetivo de uma empresa deve ser maximizar os lucros para seus acionistas, uma vez que são eles que financiam a organização. Utilizar os recursos da empresa para fins sociais, argumenta o autor, acarretaria custos injustos aos acionistas, que não têm voz nas decisões relacionadas a essas iniciativas. Ele enfatiza que

⁹Schwab, Klaus. *Stakeholder Capitalism's New Metrics*. Project Syndicate, 2019. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stakeholder-capitalism-new-metrics-by-klaus-schwab-2019-11>. Acesso em: 08.08.2023

¹⁰Cambridge dictionary online. *Shareholder*. 2023. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/shareholder>. Acesso em: 09 nov. 2023..

¹¹Friedman, Milton. *A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 08.10.2023..

¹²Em uma sociedade livre (...) há uma e apenas uma responsabilidade social dos negócios: utilizar seus recursos e se envolver em atividades destinadas a aumentar seus lucros, desde que permaneça dentro das regras do jogo, ou seja, participe de uma competição aberta e livre sem engano ou fraude (tradução da autora).

¹³Friedman, 1970, *op. cit.*

¹⁴*Ibid.*

a responsabilidade social da empresa está em utilizar seus recursos para gerar lucros, respeitando as regras e evitando práticas fraudulentas.

The highest good, in Friedman's analysis, is for an executive to return as much money as possible to shareholders. Anyone who wishes to pursue the greater good can do it on their own time with their own money. Executives who take profits and spend them on social aims have, for Friedman, effectively turned themselves into legislators.¹⁵¹⁶

O capitalismo acionista ganhou destaque nos Estados Unidos na década de 1970 e expandiu a sua influência globalmente nas décadas seguintes. No entanto, a sua ascensão não foi sem mérito, visto que milhões de pessoas em todo o mundo prosperaram à medida que empresas com fins lucrativos desbloquearam novos mercados e criaram novos empregos.¹⁷ Apesar da enorme geração de riqueza mencionada pela doutrina de Friedman, o capitalismo acionista trouxe também um aumento na desigualdade social e graves consequências ambientais.¹⁸

Os analistas mais perspicazes reconheceram que o capitalismo dos *shareholders* era uma combinação prejudicial de lucros corporativos imediatos, remunerações exorbitantes para executivos, aumento da desigualdade, crises financeiras em larga escala e intervalos regulares, expectativas decrescentes de longevidade empresarial, diminuição da produtividade, redução das taxas de retorno dos ativos e, de maneira geral, de uma crescente desconfiança em relação às empresas.¹⁹

When the firm prioritizes shareholder value above all, the other stakeholders—customers, employees, suppliers, society—tend to get shortchanged. What should have been obvious from the start became apparent after several decades: shareholder

¹⁵Tepper, Taylor. *Milton Friedman And The Social Responsibility Of Business*. Forbes Advisor. Disponível em: <https://www.forbes.com/advisor/investing/milton-friedman-social-responsibility-of-business/>. 2020. Acesso em: 04.08.2023.

¹⁶A maior virtude, na análise de Friedman, é que o executivo devolva o máximo de dinheiro possível aos acionistas. Qualquer pessoa que deseje buscar o bem maior pode fazê-lo em seu próprio tempo e com seu próprio dinheiro. Executivos que obtêm lucros e os gastam em objetivos sociais, para Friedman, efetivamente se transformaram em legisladores (tradução da autora).

¹⁷Schwab, Klaus. 2019, *op.cit.*

¹⁸*Ibid.*

¹⁹Denning, Steve. *Why Stakeholder Capitalism Will Fail*. Forbes, 2020. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2020/01/05/why-stakeholder-capitalism-will-fail/?sh=1e52110785a8>. Acesso em: 08.10.2023.

capitalism is an unacceptable form of institutionalized selfishness that breeds on itself. Each individual act of selfishness leads to another.²⁰²¹

Nesse contexto, “Revolução ESG inaugura nova fase do capitalismo”²² foi o título de uma matéria publicada pela Forbes, em agosto do ano de 2021. O texto objetivava demonstrar que a visão até então prevalecente do capitalismo de acionistas passou a ser considerada ultrapassada, de forma que a maximização dos lucros deixou de ser a única finalidade e responsabilidade das empresas.

Em suma, tradicionalmente, preponderou a perspectiva de Friedman²³, que questionava “O que significa dizer que ‘a empresa’ tem responsabilidades? Apenas pessoas podem ser responsáveis”. Em uma perspectiva mais contemporânea, contrariamente, Bill Thomas²⁴, CEO da KPMG²⁵, defende que o valor de uma empresa não pode ser definido apenas pelo seu sucesso financeiro, deve englobar, também, o impacto gerado ao meio ambiente e às comunidades.

The good of a business is defined not only by its financial success, but also by the impact it has on our environment and our communities. But if you can't measure it, it's hard to change it. That is why comparable, transparent and unified ESG-focused metrics are so important. By ensuring the market is fueled by accurate information, we can work towards fixing some societal inequities by harnessing the power of capitalism and refocusing it on long-term value creation.²⁶

Klaus Schwab, fundador e presidente do Fórum Econômico Mundial, ao reconhecer que nos sistemas de capitalismo de acionistas e capitalismo de Estado a principal deficiência seria a dominação de um *stakeholder* sobre os outros, defende um terceiro modelo, denominado capitalismo de *stakeholder*.²⁷ Schwab entende que há três motivos principais que demandam um novo modelo:

²⁰Forbes. Why Stakeholder Capitalism Will Fail. 2020. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2020/01/05/why-stakeholder-capitalism-will-fail/?sh=19b2d2a785a8>. Acesso em: 09 nov. 2023.

²¹Idem.

²²Guimarães, Solange. *Revolução ESG inaugura nova fase do capitalismo*. Forbes Brasil, 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbesesg/2021/08/revolucao-esg-inaugura-nova-fase-do-capitalismo/>. Acesso em: 15.09.2023.

²³Friedman, 1970, *op. cit.*

²⁴World Economic Forum. *Stakeholder Capitalism: Our Values*. 2023. Disponível em: <https://www.weforum.org/stakeholdercapitalism/our-values>. Acesso em: 17.09.2023..

²⁵ Empresa que figura como uma das maiores multinacionais nos segmentos de audit, tax e advisory.

²⁶World Economic Forum, 2023, *op.cit.*

²⁷Schwab, Klaus. 2019, *op. cit.*

One likely reason is the ‘Greta Thunberg’ effect. The young [Swedish climate activist](#) has reminded us that adherence to the current economic system represents a betrayal of future generations, owing to its environmental unsustainability. Another (related) reason is that millennials and Generation Z no longer want to work for, invest in, or buy from companies that lack values beyond maximizing shareholder value. And, finally, executives and investors have started to recognize that their own long-term success is closely linked to that of their customers, employees, and suppliers²⁸.

O fundador e presidente do Fórum Econômico Mundial publicou também um artigo que instiga os leitores a responderem a pergunta “Qual capitalismo queremos?”²⁹, destacando que essa seria a questão da nossa era, enfatizando a importância de respondê-la adequadamente para assegurar a sustentabilidade do sistema econômico para as gerações futuras. O autor faz uma crítica ao modelo predominante de capitalismo, centrado unicamente nos lucros, argumentando que seus defensores³⁰ negligenciam o fato de que uma empresa não se resume apenas a uma *profit-seeking entity* (entidade em busca de lucro), mas é também um organismo social.

A ideia do capitalismo de *stakeholder* ganhou destaque em 1984, quando Edward Freeman publicou o livro “Strategic Management: A Stakeholder Approach”³¹, em que defendeu que as empresas não devem se concentrar apenas em maximizar os lucros para os acionistas, mas devem levar em consideração todas as partes afetadas direta ou indiretamente por suas operações.

Stakeholder, segundo Freeman, são “todas as partes que têm um interesse legítimo no desempenho e resultados de uma organização, e que podem afetar ou serem afetadas por suas atividades”³², desempenhando seu papel em quatro áreas: planejamento estratégico corporativo, teoria dos sistemas, responsabilidade social corporativa e teoria organizacional. Nesse sistema, os interesses de todos os atores envolvidos na economia e na sociedade são levados em consideração, as empresas buscam otimizar não apenas o lucro a curto prazo e os governos desempenham um papel fundamental na promoção da igualdade de oportunidades.

²⁸Schwab, Klaus. 2019, *op. cit.*

²⁹*Ibid.*

³⁰Advocates of shareholder capitalism, including [Milton Friedman](#) and the Chicago School, had neglected the fact that a publicly listed corporation is not just a profit-seeking entity but also a social organism. In.: Schwab, Klaus. 2019, *op. cit.*

³¹Freeman, Edward. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. 2. ed. Cambridge University Press, 2010.

³²*Ibid.*

Stakeholder tem sua origem na palavra *stake*, que denota interesse, risco ou participação, combinada com *holder*, que significa aquele que detém³³. Portanto, *stakeholder* se refere a uma parte interessada ou que, de alguma forma, está envolvida nos assuntos da organização, que não, necessariamente, possui investimentos na empresa, mas cujos interesses não devem ser subestimados por esse motivo. Assim, o sucesso de um empreendimento depende da colaboração de várias partes interessadas trabalhando em conjunto em prol de um objetivo comum.

Todos os *stakeholders* são necessários para sobrevivência da corporação, não obstante, podemos dividi-los em duas categorias: *stakeholders* primários e secundários. Os primários podem ser os consumidores, empregados, fornecedores de bens e serviços, investidores e comunidades em que a empresa opera. Os secundários são os competidores, o governo, a mídia, entre outros grupos que não contribuem diretamente para o valor da empresa³⁴.

John Fullerton³⁵, por sua vez, defende o que denomina “capitalismo regenerativo”, qualificando como simplista e ultrapassado o modelo predominante de capitalismo e defendendo uma economia regenerativa, que apresenta como características fundamentais a implementação de medidas que promovem o bem-estar da sociedade a longo prazo; a conexão inseparável entre a saúde econômica, financeira, humana, social e ambiental; o reconhecimento e a valorização do bem-estar e da diversidade e a constante adaptação às circunstâncias e às necessidades humanas.³⁶

Em um cenário mais atual, o Fórum Econômico Mundial lançou, no final de 2019, o novo Manifesto de Davos³⁷, uma atualização ao Manifesto de 1973, com o título “O propósito universal de uma empresa na quarta revolução industrial”.

³³Cambridge Dictionary Online. *Stakeholder*. 2023. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/stakeholder>. Acesso em: 09 nov. 2023.

³⁴Freeman, R. Edward; Harrison, Jeffrey S.; Zyglidopoulos, Stelios. *Stakeholder Theory: Concepts and Strategies* (Elements in Organization Theory). Reprint Edition. Cambridge University Press, 2010.

³⁵Capital Institute. Regenerative Capitalism. 2015. Disponível em: <https://capitalinstitute.org/wp-content/uploads/2016/05/capitalismo-regenerativ.pdf>. Acesso em: (?).

³⁶*Ibid.*

³⁷World Economic Forum. *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>. Acesso em: 07.09.2023.

Primeiramente, o manifesto lembra que o propósito de uma empresa consiste em engajar todos os seus *stakeholders* na geração de valor compartilhado e sustentável e destaca que a melhor maneira de compreender e conciliar os interesses variados de todas as partes envolvidas é a adoção de um compromisso conjunto com políticas e decisões que promovam a empresa a longo prazo³⁸.

Outro ponto destacado no manifesto é referente ao segmento social, dispondo que uma empresa deve tratar seus colaboradores com dignidade e respeito, além de valorizar a diversidade e buscar constantemente aprimorar as condições de trabalho e o bem-estar dos funcionários. Além disso, deve cumprir suas obrigações fiscais e fornecer aos seus acionistas um retorno sobre o investimento que considere os riscos empresariais enfrentados e a necessidade de inovação constante e investimentos a longo prazo³⁹.

Por fim, dispõe que uma empresa com presença global não apenas atende a todas as partes envolvidas diretamente, mas também se posiciona como parte interessada no futuro global, juntamente com governos e sociedade civil. A cidadania corporativa global demanda que a empresa utilize suas competências essenciais, espírito empreendedor, habilidades e recursos relevantes, em colaboração com outras empresas e partes interessadas, para promover melhorias no mundo. Uma empresa transcende sua função de gerar riqueza econômica, ela também atende às necessidades humanas e sociais dentro de um sistema social mais amplo, não podendo o desempenho ser avaliado apenas com base no retorno financeiro para os acionistas, mas, também, na implementação de políticas ambientais, sociais e de governança⁴⁰.

Não suficiente, em setembro de 2020, na reunião anual, ocorrida em Davos, 120 das maiores empresas do mundo se uniram para criar um conjunto central de métricas e divulgações compartilhadas relacionadas a fatores não financeiros para benefício de seus investidores e demais partes interessadas. Esse relatório foi denominado “Métricas do Capitalismo Stakeholder”⁴¹, o que pode ser traduzido como métricas comuns para a criação de valor sustentável para a empresa. Nesse contexto,

³⁸World Economic Forum. Davos Manifesto 2020, *op. cit.*

³⁹*Ibid.*

⁴⁰*Ibid.*

⁴¹Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>. Acesso em: 10.09.2023.

This project, developed within the International Business Council, a community of over 120 global CEOs, seeks to improve the ways that companies measure and demonstrate their contributions towards creating more prosperous, fulfilled societies and a more sustainable relationship with our planet. It also recognizes that companies that hold themselves accountable to their stakeholders and increase transparency will be more viable – and valuable – in the long-term.⁴²⁴³

Atualmente, verifica-se a existência de diversos relatórios ESG, acarretando falta de consistência e dificultando a comparação entre empresas. Assim, o Fórum Econômico Mundial trouxe 21 métricas que considera essenciais e 34 métricas expansivas, divididas em quatro pilares: governança, planeta, pessoas e prosperidade⁴⁴.

Nessa conjuntura, ao adotar o compromisso de incorporar os critérios ESG, uma empresa se compromete não apenas a cumprir as regulamentações ambientais, trabalhistas e societárias existentes, mas, também, a implementar uma política de promoção e desenvolvimento que transcende as fronteiras da organização e visa impactar positivamente a sociedade como um todo.

Dessa forma, o referido modelo de negócios traz benefícios abrangentes para a organização, visto que busca um equilíbrio entre as dimensões financeira e social, promovendo o bem-estar dos colaboradores, gestores, proprietários, acionistas, clientes, fornecedores, concorrentes, credores, Estado, sindicatos, entre outros. Além disso, agrega valor à sociedade e impulsiona o progresso da empresa como um todo. Por esses motivos, é reconhecido como um modelo de responsabilidade social.

Esse modelo de governança corporativa baseado em *stakeholders* não exclui a empresa da missão de gerar riqueza. Pelo contrário, ele amplia a definição de riqueza para abranger não apenas bens materiais e tangíveis e incorporar valores intangíveis, relacionados ao meio ambiente, às relações com os funcionários, consumidores e sociedade em geral.

⁴²World Economic Forum. *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. 2020. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf. Acesso em: 18.08.2023.

⁴³Busca aprimorar as maneiras pelas quais as empresas medem e demonstram suas contribuições para a criação de sociedades mais prósperas e realizadas, bem como para uma relação mais sustentável com nosso planeta. Também reconhece que as empresas que se responsabilizam perante suas partes interessadas e aumentam a transparência serão mais viáveis e valiosas a longo prazo (tradução da autora).

⁴⁴Consistent Reporting of Sustainable Value Creation, 2020, *op. cit.*

Atente-se que o valor de uma ação é determinado pelo mercado, que é composto, em regra, por sujeitos profissionais que buscam alocar seu capital da melhor maneira possível, e, nesse contexto, decisões empresariais e uma estrutura de governança que afetam o bem-estar desses investidores podem gerar efeitos, negativos e positivos, no valor das ações, nos lucros da companhia e na quantidade de investimentos realizados⁴⁵.

No ano passado, Larry Fink, presidente do Conselho de Administração e diretor da *Black Rock*, maior gestora de ativos do mundo, publicou a sua tradicional Carta Anual aos CEOs, que intitulou “O poder do capitalismo”⁴⁶. Tal carta enfatizou o que distingue as empresas verdadeiramente excelentes, dispondo que “o que todas elas compartilham é um claro senso de propósito; valores consistentes; e, de forma crucial, reconhecimento da importância de se envolver e atender aos principais stakeholders. Essa é a base do capitalismo de stakeholders.”⁴⁷

O deslocamento de capital para investimentos sustentáveis vem ocorrendo de forma acelerada⁴⁸, pois é por meio do capitalismo de *stakeholder* que o valor da empresa a longo prazo será estabelecido, visto que o capital será alocado de maneira eficiente, gerando, consequentemente, rentabilidade a longo prazo.

Assim, essa abordagem da responsabilidade socioambiental das empresas e o conceito de capitalismo de *stakeholders* nos conduz a uma importante definição jurídica presente no ordenamento brasileiro: a noção de função social. O capitalismo de *stakeholders* aprofunda os princípios já estabelecidos nas normas jurídicas brasileiras, particularmente a respeito da função social da empresa. É pertinente, portanto, analisar a definição de função social da empresa no contexto do novo modelo de capitalismo de *stakeholders*, especialmente quando consideramos os critérios ESG que têm impacto nessa nova realidade.

⁴⁵Consistent Reporting of Sustainable Value Creation, 2020, *op. cit.*

⁴⁶Fink, Larry. Carta de Larry Fink aos CEOs 2022: O poder do Capitalismo. BlackRock. 2022. Disponível em: <https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 10.08.2023..

⁴⁷*Ibid.*

⁴⁸*Ibid.*

É necessário alinhar a função social da empresa com os princípios do capitalismo de *stakeholders*, adotando uma abordagem em que a função social se desdobra em dois tipos: empresa societariamente responsável e empresa socialmente responsável, cujas operações têm repercussões diretas e indiretas em diversos atores que fazem parte do seu ambiente social.

Embora as instituições financeiras não tenham o poder legislativo do Estado para intervir diretamente nos negócios, enquanto detentoras de capital têm a capacidade (e já o estão fazendo) de exigir de seus clientes uma conduta socialmente responsável. Dessa forma, parece impossível analisar uma empresa ou compreender o capitalismo de *stakeholder* sem considerar a definição de função social ou a avaliação dos impactos gerados pela atividade econômica das empresas.

É por meio de um capitalismo de stakeholders eficaz que o capital é alocado de maneira eficiente, as empresas obtêm lucratividade duradoura e o valor é criado e mantido em longo prazo. Não se engane, a busca justa pelo lucro ainda é o que anima os mercados; e a rentabilidade de longo prazo é a medida pela qual os mercados determinarão o sucesso da sua empresa no fim das contas.⁴⁹

Portanto, tais práticas representam uma mudança cultural, uma nova forma de as empresas serem percebidas, não devendo ser vistas como um empecilho à função da empresa de produzir valor. Todos os grupos e seus objetivos estão, de alguma forma, interconectados, sendo necessário encontramos “uma economia global que funciona para o progresso, as pessoas e o planeta”⁵⁰.

Portanto, considerando que “são as ações, e não as palavras, que fazem a diferença para ser uma empresa *stakeholder*”⁵¹, será analisado, a seguir, como é possível conciliar a adoção de práticas ESG e o aumento do valor da empresa.

⁴⁹Fink, Larry. 2022, *op. cit.*

⁵⁰Schwab, Klaus. 2019, *op. cit.*, p.274.

⁵¹Schwab, Klaus. 2019, *op. cit.*, p. 230.

2. REGULAÇÃO ESG

Conforme visto no capítulo anterior, o modelo econômico tem migrado para o que se denomina capitalismo sustentável, não estando mais atrelado somente à busca pela geração de lucro, mas a uma postura de responsabilidade frente aos *stakeholders*. Ocorre que, com o aumento da procura de práticas ESG, deu-se início a discussões sobre mecanismos de comparação, ou seja, métodos para avaliar e comparar o desempenho das empresas, a fim de promover a adoção efetiva dessas práticas e evitar o uso da agenda apenas para ganho de reputação, evitando a chamada estratégia de *greenwashing*⁵².

Atualmente, a certificação ESG é avaliada e concedida com base em documentos gerados pela empresa, sujeitos à auditoria, que devem ser acompanhados por evidências que confirmem a adoção de práticas mais sustentáveis e socialmente benéficas⁵³. No entanto, é importante ressaltar que essas evidências, isoladamente, não são suficientes para garantir que a empresa efetivamente atua de maneira apropriada em todos os outros aspectos socioambientais do setor, isso ocorre em virtude da ausência de um padrão legalmente estabelecido.

Assim, quando as informações que determinam a elegibilidade de uma empresa para o selo de "empresa ESG" são originárias de documentos e relatórios produzidos internamente pela própria interessada, levantam-se questões sobre a credibilidade dessas informações perante seus *stakeholders* e o mercado em geral. Nesse sentido, surgem tópicos relacionados ao modo de regulação de tais práticas e à competência para a regulamentação do tema, concernente ao governo, empresas ou ambos.

Não se pode negar que, para que o mercado receba os projetos ESG como ações que beneficiam a sociedade, a implementação de políticas e procedimentos para regulação e transparência é essencial. Caso contrário, os casos de *greenwashing*, irresponsabilidade corporativa e possíveis penalidades se tornam mais evidentes, desencorajando naturalmente a adoção dessas práticas.

⁵² Estratégia empresarial que valoriza intencionalmente uma empresa ou produto, por meio do uso de informações falsas, incompletas ou pela omissão de informações, a fim de camuflar práticas socioambientalmente nocivas.

⁵³ Yoshida, Consuelo; Vianna, Marcelo; Kishi, Sandra. *Finanças Sustentáveis: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS* 2022. Disponível em: https://www.cnmp.mp.br/portal/images/noticias/2021/dezembro/Financas_sustentaveis_final.pdf. Acesso em: 10 nov. 2023.

A regulamentação estatal, exercida por meio do Poder Legislativo, compreende a elaboração e edição de normas, que regulam as relações econômicas, garantem o direito à livre iniciativa, estabelecem direitos que valorizam o trabalho humano, impõem obrigações de preservação ambiental e equilibram as relações jurídicas de consumo com normas de interesse público, entre outras disposições.

A regulamentação exercida nas empresas compreende, principalmente, a implementação de políticas internas, emissão de relatórios de sustentabilidade e o envolvimento com os *stakeholders* através de diálogos, *feedbacks* e consultas. Assim, a regulamentação deve ser traçada por ambos os entes: empresas e governo.

Diante da falta de uniformização da regulamentação, é premente a necessidade de se desenvolver uma regulamentação oficial que permita a definição de requisitos documentais que validem informações específicas da empresa. Além disso, é essencial estabelecer mecanismos de autenticação da veracidade das informações fornecidas e implementar fiscalização efetiva para garantir que todas as práticas estejam em conformidade com o que está documentado.

Apesar de as práticas ESG não possuírem uma regulamentação específica, esse rompimento de paradigma do capitalismo dos acionistas para o capitalismo dos *stakeholders* encontra-se positivado na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88) e na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76). Ademais, as entidades reguladoras como Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), Banco Central (BACEN), Brasil, Bolsa e Balcão (B3) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), buscam, também, abordar a temática por meio da emissão de resoluções relacionadas às práticas ESG, conforme será analisado adiante.

2.1. Constituição Federal de 1988

A CRFB/88 assegura ao homem o direito inviolável e essencial à propriedade, contudo, apresenta uma ressalva em seu art. 5º, inciso XXIII, ao dispor que “a propriedade atenderá a sua função social”. Sendo assim, proprietário deve utilizar sua propriedade considerando sua destinação social, além de também ser necessário observar o previsto no art. 225, *caput*, que dispõe:

Todos têm direito 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.

Assim, o proprietário está obrigado a utilizar sua propriedade de acordo com sua finalidade social, o que implica que, o que anteriormente era um direito absoluto de propriedade, agora carrega o pressuposto e a exigência de um uso em conformidade com essa finalidade.

Não suficiente, a CRFB/88 estabelece, também, em seu art. 170, os princípios que devem nortear a ordem econômica no país, dispondo que “a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”. Dentre esses princípios, destacam-se, principalmente, a soberania nacional, a propriedade privada, a função social da propriedade, a defesa do consumidor, a livre concorrência, a redução das desigualdades sociais, a valorização do trabalho e a defesa do meio ambiente.

Portanto, observa-se que os pilares constitucionais sustentam as premissas das práticas ESG⁵⁴, limitando as atividades empresariais à observância de princípios ambientais, sociais e de governança. Assim, é necessário encontrar um equilíbrio entre o art. 5 e o art. 170 da Constituição Federal, de forma que a empresa gere lucro e, concomitantemente, cumpra a sua função social.

2.2. Lei nº 6.385/1976 e Lei das S.A.

A Lei nº 6.385/1976 regula especificamente o mercado de valores mobiliários, isto é, todos os títulos ou contratos de investimento coletivo que conferem direito à participação, parceria ou remuneração, incluindo aqueles provenientes da prestação de serviços, cujos ganhos dependem do esforço do empreendedor ou de terceiros, e são oferecidos publicamente.⁵⁵

⁵⁴Yoshida, Consuelo; Vianna, Marcelo; Kishi, Sandra, 2022, *op. cit.*

⁵⁵Governo do Brasil. *O que são valores mobiliários*. Investidor.gov.br. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios#:~:text=De%20acordo%20com%20essa%20defini%C3%A7%C3%A3o,do%20empreendedor%20o%20de%20terceiros%E2%80%9D>. Acesso em: 14.08.2023..

É importante estabelecer a definição de valor mobiliário, uma vez que se um título em questão se enquadrar nessa categoria estará sujeito às regulamentações e à supervisão da CVM, afetando a forma como podem ser oferecidos e negociados no mercado.

Com o passar do tempo e o constante surgimento de novos produtos financeiros, novos títulos foram acrescentados à lista de valores mobiliários estabelecida por essa lei, culminando na promulgação da Lei nº 10.303, em 31 de outubro de 2001. Nos termos da referida lei, são considerados valores mobiliários:

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.⁵⁶

Por sua vez, a Lei nº 6.404/1976, Lei das S.A.⁵⁷, que regula as sociedades anônimas de capital aberto, tratou de estabelecer, em seu art. 115, *caput*, que “o acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia”. No referido instrumento legal (art. 116), positivou também as condutas que devem ser seguidas pelo acionista controlador, ou seja, aquele que detém o controle da companhia, considerado “titular de direitos de sócios que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”, que “usa efetivamente o seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia”⁵⁸

Logo, verifica-se que o acionista controlador possui o poder de comandar as atividades desenvolvidas pela companhia e, segundo o parágrafo único, do art. 116, da Lei das S.A.:

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

⁵⁶Governo do Brasil. *TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 4ª ed. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), [S.l.], 2018. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro_top_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 14.08.2023..

⁵⁷Brasil. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Planalto. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 05.09.2023.

⁵⁸Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. rev. e amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2019.

Nesse sentido, Eizirik⁵⁹ entende que o referido artigo atribuiu ao acionista controlador o dever de comandar a empresa com base nos interesses coletivos, deixando de lado a visão do capitalismo acionista.

O interesse social não pode ser reduzido ao interesse de cada um dos acionistas, mas sim ao seu interesse comum de realização do escopo social. A especificidade da comunhão de interesses na sociedade ânimo consiste no fato de ser ela uma comunhão voluntária de interesses. Os sócios reúnem-se para realizar um propósito comum, cujo objeto final é a produção de lucros e sua repartição entre eles (...).⁶⁰

Além disso, Eizirik⁶¹ compreende como função social da empresa exatamente o que almeja o capitalismo de *stakeholder*:

A empresa, como unidade de produção, não congrega apenas os interesses dos sócios da companhia, mas também os dos fornecedores, empregados, consumidores e de toda a comunidade na qual exerce as suas atividades. A função social implica, portanto, em um poder-dever do acionista controlador de dirigir a empresa para realização dos interesses coletivos⁶²

Portanto, a função social da empresa deve ser atrelada à função de geração de lucros, e esses conceitos não devem ser vistos como antagônicos, mas como complementares. As empresas modernas devem buscar o equilíbrio entre a persecução de lucros e o cumprimento de seu papel na sociedade.

Em relação aos deveres e responsabilidades dos administradores, a Lei das S.A. estipula, em seu artigo 154, que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”. Além disso, o parágrafo 4º do mesmo artigo concede à companhia autorização explícita para alocar recursos de forma adequada para cumprir suas obrigações sociais, ao dispor que “o conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.”

⁵⁹Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas, 2019, *op. cit.* p. 508.

⁶⁰Eizirik, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. rev. e amp. v. 1 artigos 1º ao 79, v. 2 artigos 80 ao 137, v. 3 artigos 138 ao 205, v 4 artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

⁶¹*Ibid.*, p. 678.

⁶²*Ibid.*, p. 679.

Portanto, verifica-se que a Lei das S.A. já define e obriga acionistas, controladores e administradores a agir de acordo com interesse de todos os envolvidos na sociedade e, mesmo com mais de quatro décadas de existência, continua relevante e em conformidade com os princípios ESG.

2.3. Resolução CVM 59

A regulamentação é percebida como um meio de controlar comportamentos e evitar a ocorrência de atividades indesejadas, contudo, em uma perspectiva mais abrangente, a regulamentação pode ser encarada como uma ferramenta que viabiliza ou aprimora o funcionamento de um determinado mercado, uma vez que estabelece as normas a serem seguidas e fomenta a organização necessária para o seu pleno desenvolvimento⁶³. Nesse sentido, Nelson Eizirik dispõe:

(...) A regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociação, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que os seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas. Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, bem como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado.⁶⁴

A CVM, na qualidade de órgão regulador do mercado de valores mobiliários, desempenha um papel de destaque nesse contexto. Por esse motivo, à luz do que foi exposto, é pertinente examinar se a regulamentação proposta pela Comissão atende às demandas do mercado brasileiro.

No dia 7 de dezembro de 2020, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM 09/20⁶⁵, com o propósito de receber contribuições acerca da estrutura proposta para a nova norma que modificaria a ICVM 480 (atual Resolução CVM 80). A Resolução CVM 80

⁶³Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas, 2019, *op. cit.* p. 508.

⁶⁴*Ibid*, p. 51.

⁶⁵Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Audiência Pública 09/20, de 08 de março de 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html. Acesso em: 08.09.2023.

estabeleceu diretrizes para a estrutura e conteúdo do formulário de referência das companhias. Esse formulário é o principal meio de comunicação utilizado pelas empresas para divulgar informações da companhia aos investidores interessados em adquirir ações negociadas na bolsa de valores brasileira. A divulgação de informações de forma clara e padronizada simplifica a comparação das políticas ESG adotadas em diferentes companhias, beneficiando os investidores que desejam utilizar essas medidas como critério na tomada de decisão para seus investimentos. Esse mecanismo de divulgação também cria incentivos para que as empresas implementem políticas ESG, que se tornarão critérios transparentes de comparação entre as companhias.

Assim, a Audiência Pública SDM 09/20 recebeu diversas contribuições, destacando-se bancos, escritórios de advocacia, entidades relacionadas à temática ESG e instituições ligadas ao mercado de capitais no Brasil, incluindo a ANBIMA e a B3. A partir do *feedback* recebido dos interessados no mercado de valores mobiliários do Brasil, foi publicada, em 22 de dezembro de 2021, com vigência a partir de 2 de janeiro de 2023, a Resolução CVM 59⁶⁶.

Trata-se de uma regulamentação que visa compelir as empresas de capital aberto a disponibilizarem informações relativas às suas políticas ESG. Tais empresas já estão sujeitas a uma série de obrigações de divulgação, sendo o Formulário de Referência o seu principal instrumento. Essa imposição decorre da necessidade de salvaguardar os investidores e reduzir os riscos associados ao investimento em ações das empresas, em consonância com os objetivos da regulação do mercado de capitais.

Nesse contexto, a regulação proposta pela CVM tem como objetivo fomentar a atenção das empresas a questões ambientais, sociais e de governança, incentivando a prática de medidas que contribuem para a preservação do meio ambiente e o desenvolvimento sustentável, a promoção da igualdade social, racial e de gênero, além do aprimoramento das práticas internas de governança corporativa.

A resolução busca fornecer orientações mais precisas para a divulgação de aspectos ESG adotados por empresas brasileiras, visando à implementação de relatórios mais eficazes e

⁶⁶Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM nº 59, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 08.08.2023..

uma divulgação mais detalhada e segmentada, especialmente no que diz respeito às métricas ambientais e de governança. Além disso, a Resolução visa também à redução dos custos através da eliminação das informações já disponíveis em outros documentos da empresa e daquelas apresentadas em diferentes seções do próprio formulário, bem como da redução dos prazos para a apresentação dessas informações.

O principal tópico trazido pela Resolução é relativo ao formulário de referência, dispondo, principalmente no item 1.9, sobre as métricas referentes às práticas ESG. Nos subitens de (a) a (d) da seção mencionada, a regulamentação requer informações sobre a publicação e elaboração de relatórios ESG, devendo a empresa fornecer detalhes sobre a publicação de tais relatórios e a metodologia ou padrão seguido para a sua elaboração, informar se são sujeitos a auditoria ou revisão por uma entidade independente e onde estão disponibilizados. É através da divulgação dessas informações que se possibilita aos investidores a avaliação da credibilidade dos relatórios publicados pela empresa.

Em seguida, nos subitens de (e) a (h) do formulário, as empresas devem fornecer informações referentes às suas práticas ESG destacadas no relatório, isto é: (i) se o relatório considera a divulgação de uma matriz de materialidade e de indicadores-chave de desempenho ESG e quais são eles; (ii) se o relatório considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU e quais são os mais relevantes para a companhia; (iii) se o relatório considera as recomendações da *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure* (TCFD)⁶⁷ ou outras recomendações de divulgações financeiras de entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas e (iv) se realizam inventários de gases de efeito estufa, indicando, se for o caso, o escopo das emissões inventariadas e onde essas informações adicionais podem ser encontradas.⁶⁸

Por último, no subitem (i), a resolução exige que a empresa explicita os motivos caso não realize as práticas mencionadas nos subitens anteriores, sendo esse o modelo denominado “Pratique ou Explique”. Apesar de tal modelo não obrigar as empresas a fornecerem as informações, cria incentivos significativos para que práticas ESG sejam adotadas. O fato de

⁶⁷ Iniciativa internacional destinada a desenvolver um conjunto de recomendações voluntárias para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas.

⁶⁸ Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2022, *op. cit.*

serem facultativas permite que as empresas escolham não divulgá-las caso não haja vantagens claras, mas, nesse caso, terão que apresentar justificativas para a decisão. Os investidores, por sua vez, terão a oportunidade de avaliar se consideram a justificativa plausível. Dado o impacto da percepção dos investidores sobre a empresa, essa abordagem cria incentivos para que os emissores adotem as práticas ESG destacadas no formulário.

Um ponto que merece ser destacado é que a maioria das informações requeridas se concentra principalmente no aspecto ambiental, com foco na emissão de gases de efeito estufa. Nota-se que em relação às práticas de caráter social a Resolução ainda é deficiente.

A Resolução obriga as empresas a identificarem o número de administradores agrupados por gênero, raça, bem como outros indicadores relevantes de diversidade. Além disso, é necessário detalhar as características e objetivos específicos relacionados à diversidade da diretoria e do conselho de administração. Da mesma forma, o número de funcionários deverá ser reportado com base nesses indicadores de diversidade, desagregado por níveis hierárquicos. Nada obstante, apenas exigir a divulgação de dados numéricos parece insuficiente. Embora essa medida aumente a disponibilidade de informações sobre diversidade para os investidores, a CVM não estipula um padrão mínimo que as empresas devem atingir. O fato é que não há um parâmetro estabelecido.

Pelo exposto, considerando a crescente importância da implementação de práticas ESG no mercado de capitais, é essencial que a CVM atue ativamente em orientar e melhorar a interação entre os participantes, estabelecendo diretrizes que promovam maior organização e eficiência no mercado. Sem normas específicas, não há um referencial claro para que as empresas e investidores sigam adotando tais práticas.

2.4. Ofício Circular 002/2023 da B3

A B3 divulgou em 21 de julho de 2023, com vigência a partir de 19 de agosto de 2023, através do Ofício Circular 002/2023⁶⁹, o novo Regulamento de Emissores, juntamente com o

⁶⁹B3 S.A. Ofício Circular nº 002, de 20 de julho de 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/5D/E5/58/76/0C3798101DBF7498AC094EA8/OC%20002-2023-VPE%20%20Divulga%C3%A7%C3%A3o%20do%20Regulamento%20de%20Emissores%20e%20Anexo%20ASG_PT.pdf. Acesso em: 05.09.2023..

Anexo A -Tabelas de Prazos e Anexo-B que dispõe de medidas ASG (Ambiental, Social e Governança), seguindo o modelo “Pratique ou Explique”. O regulamento estabelece diretrizes a serem seguidas por emissores com ações listadas ou valores mobiliários admitidos, além de descrever os procedimentos de supervisão implementados pela B3 para garantir a conformidade com essas regras. A principal inovação trazida foi a introdução de três medidas relacionadas à diversidade em diretorias e conselhos de administração, quais sejam:

- (i) Eleição, como membros titulares do conselho de administração ou da diretoria estatutária, de pelo menos (a) uma mulher e (b) um membro de uma comunidade sub-representada. Isso inclui qualquer pessoa autodeclarada como 'preta', 'parda' ou 'indígena', integrante da comunidade LGBTQIA+ ou pessoa com deficiência;
- (ii) Inclusão de requisitos ASG no estatuto social ou na política de nomeação de membros do conselho de administração e da diretoria estatutária, devendo abranger, no mínimo, (a) complementaridade de experiências e (b) diversidade em termos de gênero, orientação sexual, cor ou raça, faixa etária e inclusão de pessoas com deficiência;
- (iii) Caso a empresa tenha um sistema de remuneração variável para administradores, é necessário que a política ou prática de remuneração inclua indicadores de desempenho relacionados a questões ou metas ASG.

Portanto, apesar de a CVM ter apresentado uma certa deficiência em disponibilizar parâmetros referentes ao caráter social das práticas ESG, a B3 veio suprir essa lacuna. É, pois, evidente que apenas cumprir a regulação imposta pelo Estado não é suficiente. As práticas ESG devem se originar internamente na empresa, devendo ser regulamentadas e incentivadas pelo Estado, em conjunto com a CVM e a B3, de modo a garantir a proteção dos investidores, a integridade do mercado e o crescimento sustentável da economia.

Nessa toada, em junho de 2021, uma decisão do Tribunal de Haia na Holanda foi revolucionária e, em vez de apenas condenar a empresa a corrigir um ato ilícito específico, reconheceu que, devido ao seu envolvimento em práticas historicamente poluentes, a empresa tem uma responsabilidade social que vai além do mero cumprimento das leis e regulamentos estabelecidos pelo Estado⁷⁰.

Dessa forma, houve um rompimento na concepção de que a responsabilidade das empresas em relação aos direitos humanos estão inteiramente sujeitas à mediação estatal,

⁷⁰Nascimento, Juliana Oliveira (Coord.), 2023, *op. cit.*

reconhecendo-se também que as corporações devem prestar contas não apenas perante a lei, mas também diretamente à sociedade.⁷¹

O capitalismo tem o poder de moldar a sociedade e agir como um poderoso catalisador para a mudança. Mas as empresas não podem fazer isso sozinhas, e não podem ser a polícia climática. Isso não trará um bom resultado para a sociedade. Precisamos que os governos forneçam caminhos claros e uma taxonomia consistente para a política de sustentabilidade, regulamentação e divulgação em todos os mercados. Eles também devem apoiar as comunidades afetadas pela transição, ajudar a catalisar o capital para os mercados emergentes e investir na inovação e tecnologia que serão essenciais para descarbonizar a economia global.⁷²

Desta feita, a premissa de que a sociedade deve seguir as normas jurídicas e, ao mesmo tempo, o direito deve refletir as necessidades da sociedade é uma base importante para o funcionamento do sistema jurídico.

2.5. Resolução CVM 175

A Resolução CVM 175⁷³, de 23 de dezembro de 2022, trouxe grandes mudanças ao estabelecer um novo marco regulatório para o mercado de investimentos no Brasil. Posteriormente, a CVM emitiu a Resolução nº 181, que não apenas modificou certas disposições da Resolução CVM 175, mas também adiou sua implementação para 2 de outubro de 2023. Além disso, em 31 de maio de 2023, a CVM divulgou a Resolução nº 184, que trouxe algumas alterações sutis à Resolução CVM 175, e finalmente incluiu os aguardados anexos que regulam, entre outras coisas, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP).

A Resolução aborda aspectos de grande relevância para o contexto ao regulamentar a terminologia ESG e estabelecer a necessidade de apresentar uma metodologia, princípios e diretrizes que demonstrem que o fundo pode utilizar a denominação de Investimento Sustentável.

⁷¹*Ibid.*

⁷²Fink, Larry. 2022, *op. cit.*

⁷³Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 175*, de 23 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20constitui%C3%A7%C3%A3o%20o,revoga%20as%20normas%20que%20especifica.&text%20=ALTERA%20pela%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20181%2F23>. Acesso em: 10.08.2023.

A integração ESG fica estimulada e direcionada para análise de risco e política de investimento, ao mesmo tempo em que é requisito para criação de fundos sustentáveis. Com maior rigor e seletividade para classificação como fundo sustentável, bem como com estímulo para mecanismos de certificação e *second opinion*, o enquadramento sustentável de fundos fica mais criterioso e especializado, exigindo maior conhecimento de gestoras de recursos e de stakeholders.⁷⁴

A Resolução CVM 175, na tentativa de estabelecer parâmetros para utilização da nomenclatura ESG, dispôs em seu artigo 49, parágrafo único, que o regulamento do Fundo e o anexo descritivo da classe de cotas que mencionam fatores ambientais, sociais e de governança em sua denominação devem incluir certos critérios.

Art. 49, parágrafo único: Caso a política de investimento integre fatores ambientais, sociais ou de governança às atividades relacionadas à gestão da carteira, mas não busque originar benefícios ambientais, sociais ou de governança, fica vedada a utilização dos termos referidos no caput, devendo o regulamento dispor acerca da integração dos referidos fatores à política de investimento.

Nota-se que o regulador se empenhou em simplificar e padronizar as informações requeridas para os fundos de investimento registrados, o que resultará na redução da complexidade e dos gastos associados à criação e manutenção desses veículos, ao mesmo tempo em que garantirá maior clareza e qualidade das informações disponíveis. Isso, por sua vez, permitirá uma comparação mais eficaz entre os diferentes fundos.⁷⁵

Assim, ao estipular critérios para a classificação de fundos de investimento sustentáveis e climáticos, com o propósito de combater o *greenwashing*, possibilita aos investidores a identificação de fundos que efetivamente proporcionam impactos positivos nos âmbitos ambiental, social e de governança.

⁷⁴Morelli, Emerson; Cabral, Rui; Pereira, Diego; Siedschlag, Fernando. Adequação à Resolução 175 da CVM, que entra em vigor em outubro, começa agora. 2023. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/agencia-ey/artigos/adequacao-resolucao175-cvm-comeca-agora. Acesso em: 05.08.2023..

⁷⁵Mattos Filho. CVM edita novo marco regulatório dos fundos de investimento. 2023. Disponível em: <https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-marco-regulatorio-fundos-investimento/>. Acesso em: 04.08.2023.

3. QUAL A INFLUÊNCIA ESG NO MERCADO DE CAPITAIS

Diante do exposto, emerge a questão: qual a real influência ESG no mercado de capitais? E o caminho para encontrar a resposta é entender os processos e estruturas que demonstram como a aplicação dos valores e princípios ESG pode influenciar tanto no valor da empresa quanto nas escolhas dos investidores.

Primeiramente, é necessário compreender qual a função essencial do mercado de capitais, que, Segundo Eizirik⁷⁶, é “permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas.”⁷⁷ Trata-se de um mercado de risco, tendo em vista que os investidores não possuem nenhuma garantia de que receberão retorno, o que dependerá dos resultados da companhia⁷⁸.

Conforme observado, o desempenho financeiro já não é o único parâmetro para avaliar uma empresa e atrair investimentos. Os investidores estão cada vez mais preocupados com a forma como as empresas abordam questões ESG, integrando esse critério às suas análises de investimentos, gestão de portfólio e tomada de decisões. É dentro dessa perspectiva que o papel do sistema financeiro, com destaque para os investidores, está sendo avaliado e debatido, enfatizando cada vez mais a relevância das finanças na promoção do desenvolvimento sustentável, considerado prioridade por governos, empresas do setor privado e sociedade em geral.

A relevância deriva tanto do reconhecimento do papel que o sistema financeiro desempenha no financiamento de objetivos de interesse público, quanto do crescente interesse dos investidores, uma vez que muitos estão levando em consideração, cada vez mais, o impacto social e ambiental de seus investimentos em suas decisões financeiras⁷⁹.

⁷⁶Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas, 2011, *op. cit.*

⁷⁷*Ibid.* p. 350.

⁷⁸*Ibid.*

⁷⁹Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2022, *op. cit.*

Além dos métodos tradicionais de envolvimento direto com as empresas, é importante destacar o papel crescente das mídias sociais nas estratégias de comunicação corporativa⁸⁰. As mídias sociais têm o poder de alcançar e impactar todos os *stakeholders* das empresas, sobretudo os consumidores, por meio de publicidade abrangente e divulgação imediata.

A necessidade de informações por parte do público e a subsequente resposta das empresas a essa demanda estão dando origem a uma nova abordagem de gestão, que visa aprimorar o bem-estar econômico e social. As empresas que não ajustarem suas operações e não se envolverem de forma substancial com as práticas ESG, enfrentarão um risco significativo de perder investimentos.

Nesse cenário, as bolsas de valores também desempenham um papel crucial no aprimoramento das boas práticas de governança corporativa nas empresas, na promoção de novos mercados e no impulso da agenda socioambiental. Assim, a B3, em compromisso com o desenvolvimento sustentável, investe em iniciativas que abordam questões relacionadas a ESG e auxiliam na inserção das práticas aos negócios.

Logo, verifica-se que as práticas ESG devem ser consideradas muito mais que “um modismo ou um exercício de bem-estar”⁸¹, ou como uma tendência contrária ao mercado, mas devem ser encaradas como uma estratégia de adaptação das empresas às demandas do mundo atual e aos desafios futuros. Se as práticas ESG não gerarem valor para as empresas e, em vez disso, causarem prejuízos, simplesmente serão descartadas.

⁸⁰ Zendesk.. *Qual a importância das redes sociais para as empresas? GUIA COMPLETO!* 2023. Disponível em: <https://www.zendesk.com.br/blog/qual-a-importancia-das-redes-sociais-para-as-empresas/>. Acesso em: 09 nov. 2023.

⁸¹HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTTALL, Robin. *Práticas ESG podem criar valor de cinco formas*. Publicado em: 30 de junho de 2021. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value/pt-BR>. Acesso em: 20 jul 2023..

3.1. A influência no valor da empresa

Outra questão importante a ser suscitada é que adotar práticas ESG pode trazer custos elevados à companhia. No entanto, verifica-se que, a longo prazo, o mercado acaba compensando esse comportamento, gerando vantagens econômicas para a empresa.

Uma sólida proposta de ESG está relacionada com retornos maiores em patrimônio, a partir de uma perspectiva tanto de aceitação quanto de conjuntura. Uma melhor performance em ESG também corresponde a uma redução no risco de perdas, como evidenciado, entre outras formas, pelos menores *spreads* de *swap* de inadimplência de crédito e pelas melhores classificações de crédito.⁸²

De acordo com publicação da McKinsey⁸³, uma das maiores companhias de consultoria e gestão do mundo, “ESG é uma parte indissociável de como a sua empresa faz negócios”. Nesse contexto, lista cinco formas de como a adoção de práticas ESG pode criar valores para empresas⁸⁴, quais sejam: “(1) facilitar o crescimento de receita, (2) reduzir custos, (3) minimizar intervenções regulatórias e legais, (4) aumentar a produtividade dos funcionários e (5) otimizar investimento e gastos de capital”.

Com o mesmo objetivo de auxiliar as companhias a verificarem como as práticas ESG podem gerar valor para companhia, a B3 criou o “Guia Sustentabilidade e Gestão ASG em Empresas: Como começar, quem envolver e o que priorizar”⁸⁵, enfatizando seis vantagens para as empresas: (1) geração de receita, (2) redução de custos, (3) desenvolvimento do capital humano e social, (4) mitigação de riscos, (5) atendimento e antecipação de demandas legais e regulatórias e (6) melhoria da reputação e da imagem. Apesar de alguns elos serem mais prevalentes em determinadas indústrias, é fundamental considerar todos, independentemente do modelo de negócio ou localização de uma empresa, uma vez que cada um deles possui um potencial significativo de criação de valor que não deve ser subestimado⁸⁶.

⁸²HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTTALL, Robin, 2021, *op. cit.*

⁸³*Ibid.*

⁸⁴*Ibid.*

⁸⁵ B3. *Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas: Como começar, quem envolver e o que priorizar*. 3ª edição. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/guias-e-publicacoes/. Acesso em: 15.08.2023.

⁸⁶*Ibid.*

A primeira forma de gerar valor para a empresa é a facilitação do crescimento da receita, tendo em vista que uma proposta sólida atrai novos investidores e inspira confiança nas autoridades governamentais, abrindo caminho para a obtenção de aprovações e licenças⁸⁷. Ademais, possibilita que empresas com menor capital social se destaquem e alcancem um *valuation* superior às grandes empresas concorrentes. Uma proposta sólida traz confiança aos *stakeholders*⁸⁸ ao apresentar um programa de longo prazo, possibilitando um investimento de menor risco, que possibilita também acesso a novos mercados, novos produtos e serviços.

A segunda forma de agregar valor é a redução de custos, ao conter o aumento dos gastos operacionais, por exemplo, relacionados a matérias-primas, aos reais custos de água ou emissões de carbono⁸⁹. A terceira forma é a redução das intervenções regulatórias e legais, visto que uma proposta sólida pode conferir às empresas uma maior margem de manobra estratégica, aliviando a pressão da regulação⁹⁰. A quarta forma é o aumento da produtividade dos funcionários, ao motivá-los a criar um senso de propósito⁹¹.

Em relação à mitigação de riscos, os Relatórios de Riscos Globais (*Global Risks Reports*)⁹² possibilitam rastrear a mudança nas percepções globais de riscos entre especialistas, líderes empresariais, governamentais e a sociedade civil. Na edição de 2020⁹³, pela primeira vez, os cinco principais riscos estavam todos relacionados ao meio ambiente: eventos climáticos extremos, falta de ação climática, desastres naturais, perda de biodiversidade e desastres ambientais causados pelo ser humano.

⁸⁷*Ibid.*

⁸⁸B3, 2022, *op. cit.*

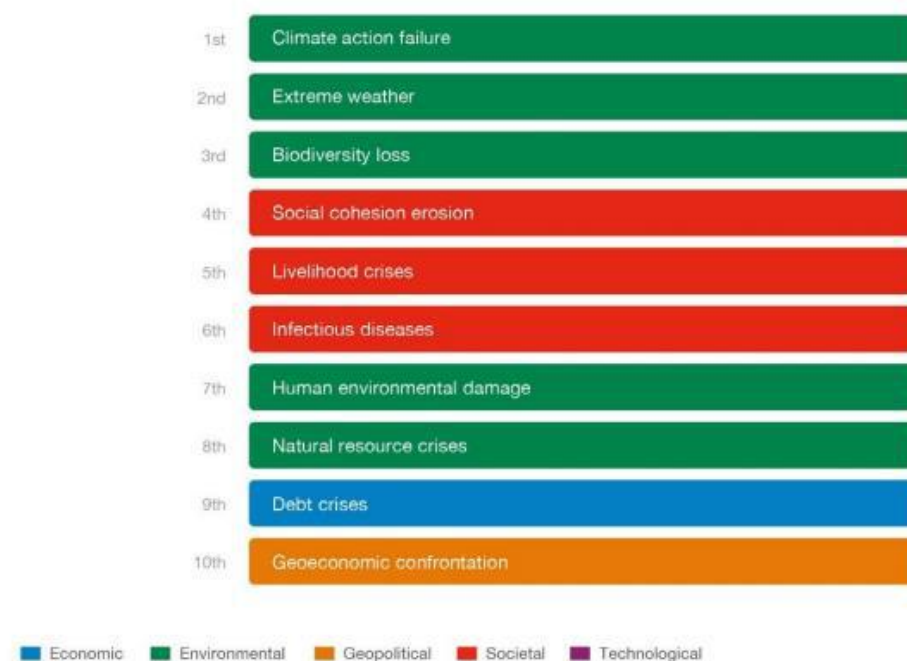
⁸⁹*Ibid.*

⁹⁰*Ibid.*

⁹¹*Ibid.*

⁹² "O Relatório de Riscos Globais 2023 explora alguns dos riscos mais graves que podemos enfrentar na próxima década. À medida que nos encontramos à beira de uma era de baixo crescimento e baixa cooperação, compensações mais difíceis arriscam erodir a ação climática, o desenvolvimento humano e a resiliência futura." In. *Fórum Econômico Mundial. Relatório de Riscos Globais*. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2023>. Acesso em: 08 nov. 2023.

⁹³*Fórum Econômico Mundial. Relatório de Riscos Globais 2020*. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>. Acesso em: 08 nov. 2023.



Fonte: https://www3.weforum.org/docs/WEF_GRR22_Press_Release_Brazil.pdf

A última forma de geração de valor está relacionada à otimização de ativos e investimentos ao alocar capital em oportunidades mais promissoras e sustentáveis, como energias renováveis, redução de desperdício e tecnologias de purificação, e, conseqüentemente, evitar investimentos estagnados, que podem não gerar retorno a longo prazo⁹⁴. Assim,

O elo das práticas ESG com a criação de valor é sólido. Cinco alavancas especificamente, em receita e lucro, podem fazer a diferença. Em um mundo no qual as preocupações ambientais, sociais e de governança são mais urgentes do que nunca, os líderes precisam ter em mente essas conexões.⁹⁵

Desta feita, ao dispor de um projeto sólido de adoção de práticas ESG, alguns incentivos são oferecidos às empresas, com o intuito de diminuir os custos de implementação. Logo, verifica-se que a visão de que a adoção de práticas ESG apenas traz custos elevados para a companhia é ultrapassada, sendo que a nova perspectiva dispõe que “a sustentabilidade não se prestava apenas a melhorar as condições da sociedade e do meio ambiente, mas também contribui para adicionar valor de longo prazo às empresas e acionistas.”⁹⁶

⁹⁴B3, 2022, *op. cit.*

⁹⁵HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTTALL, Robin, 2021, *op. cit.*

⁹⁶B3, 2022, *op. cit.*

3.1.1. Incentivos fiscais

Uma maneira pela qual o Estado pode promover determinados setores econômicos é por meio de incentivos fiscais, que consistem em um conjunto de medidas implementadas pelo governo com o propósito de diminuir ou eliminar a carga tributária que incide sobre atividades econômicas específicas ou setores determinados⁹⁷. Essas medidas servem para estimular essas atividades econômicas, impulsionar o crescimento da economia, promover a inovação e incentivar o investimento em áreas estratégicas, sendo consideradas relevantes ou muito relevantes em 80% das empresas, segundo pesquisa da empresa de consultoria *PricewaterhouseCoopers (PwC)*.⁹⁸

Assim, o incentivo fiscal desempenha um papel significativo na superação da resistência do mercado em implementar práticas ESG, uma vez que muitas não são adotadas devido a desafios econômicos. Logo, é necessário um impulso, e os benefícios fiscais desempenham um papel fundamental nesse processo. Contudo, é crucial que esses incentivos sejam concedidos de maneira justa e equitativa, a fim de prevenir distorções no mercado e favorecimentos indevidos. Para isso, a criação de benefícios fiscais deve passar por um processo político e democrático a fim de assegurar que os interesses de todas as partes envolvidas sejam devidamente considerados.

Os incentivos fiscais estão previstos na CRFB/88, em seu artigo 150, parágrafo 6º, que assegura a possibilidade de a União, Estados, Distrito Federal e Municípios concederem benefícios fiscais sobre os tributos de suas respectivas competências. No entanto, a concessão desses benefícios requer a existência de leis específicas a nível federal, estadual ou municipal que os autorizem, isto é, para que a União conceda um benefício fiscal, é necessário que exista uma lei ordinária federal que anteceda a concessão. O mesmo princípio se aplica aos Estados e

⁹⁷Milagres, Dênia Maria. Incentivos Fiscais. *Revista de Ciência Política FGV*, Rio de Janeiro, v. 29, n. 3, p. 103-117, 1986.

⁹⁸PWC Brasil. Tax ESG. 2022. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/2022/TAX-ESG.pdf>. Acesso em: 03.08.2023..

ao Distrito Federal, a concessão de benefícios fiscais por parte dessas entidades requer uma lei ordinária estadual específica, e, no caso dos Municípios, é essencial que haja uma lei ordinária municipal.

Esses benefícios podem ser concedidos de várias formas, incluindo isenções fiscais, reduções nas alíquotas tributárias, deduções de despesas, entre outras, podendo ser destinados a empresas, indivíduos ou setores específicos da economia, e sua aplicação pode ser temporária ou permanente.

A redução de alíquotas consiste na diminuição da taxa de tributação aplicada a um imposto ou contribuição⁹⁹ e, assim como a isenção fiscal, pode ser concedida a pessoas ou empresas que atendam a requisitos específicos estipulados em lei, podendo ser de caráter temporário ou permanente.

Outro benefício é o crédito presumido¹⁰⁰, que possibilita a diminuição do montante de um tributo ou contribuição a ser pago, mediante a concessão de créditos presumidos, que são créditos tributários calculados com base em estimativas da base de cálculo. Normalmente, essa modalidade de benefício está associada ao Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), mas não se restringe a ele, podendo ser aplicada a outros impostos, como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI).

Há também o subsídio¹⁰¹, que envolve a alocação de recursos financeiros do Estado para empresas que operam em setores ou atividades econômicas específicas, podendo ser concedido

⁹⁹Santana, Heron José de. Meio ambiente e reforma tributária: Justiça fiscal e extrafiscal dos tributos ambientais. *Revista de Direito Ambiental: RDA*, v. 9, n. 33, p. 9-32, jan./mar. 2004. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/89776>. Acesso em: 24 ago. 2023.

¹⁰⁰Buril, Laíza; Morais, Maristela. Incentivos fiscais para empresas sustentáveis com enfoque na Lei Nº14.666/12 do Estado de Pernambuco (PE-Sustentável). *Revista de Estudos Legislativos*, ASS LEGIS DE PERNAMBUCO, ano 2, n. 2, p. 49-55, 2017. Disponível em: <https://www.alepe.pe.gov.br/estudoslegislativos/arquivos/revista02/artigo-05.pdf>. Acesso em: 24 ago. 2023.

¹⁰¹Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima. Governo Federal lança Programa Nacional de Crescimento Verde. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/mma/pt-br/noticias/governo-federal-lanca-programa-nacional-de-crescimento-verde>. Acesso em: 24 ago. 2023.

de maneira direta ou indireta, sendo financiado por fundos públicos ou por meio de renúncia fiscal.

Apesar de ainda não possuir uma regulamentação específica, atualmente, os benefícios fiscais relacionados às energias renováveis se estendem ao Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ), à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), ao Programa de Integração Social (PIS) e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins). Em âmbito nacional, é possível obter isenções de ICMS para transações envolvendo equipamentos como turbinas eólicas, aquecedores solares, geradores fotovoltaicos e outros.¹⁰²

Nesse contexto de incentivos fiscais, com a publicação do Decreto nº 11.498, de 25 de abril de 2023¹⁰³, que alterou o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016¹⁰⁴, ocorreu a inclusão de projetos que proporcionam benefícios ambientais ou sociais relevantes a um rol de prioridades. Para serem classificados como prioritários, os projetos devem passar por uma avaliação dos ministérios responsáveis pelo respectivo setor, que devem estabelecer as regulamentações e critérios que os interessados devem seguir, para orientar seu progresso e execução.

O Decreto 8.874/2016 estabeleceu as diretrizes para a aprovação de projetos de investimento considerados prioritários no campo da infraestrutura e da produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, em conformidade com as debêntures incentivadas e outras disposições estabelecidas na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011¹⁰⁵. Esses projetos prioritários são: logística, transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação (Art. 2º, §1º, Decreto 8.874/2016).

¹⁰²PWC Brasil. 2022, *op. cit.*

¹⁰³BRASIL. *Decreto nº 11.498*, de 25 de abril de 2023. Diário Oficial da União, Poder Executivo, Brasília, DF, 25 abr. 2023. Acesso em: 14.08.2023.

¹⁰⁴BRASIL. Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Decreto/D8874.htm#art2%C2%A71vi.0. Acesso em: 17.08.2023.

¹⁰⁵BRASIL. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Diário Oficial da União, Poder Executivo, Brasília, DF, 24 jun. 2011. Acesso em: 14.08.2023.

O Decreto nº 11.498 ampliou a lista de setores mencionados no artigo 2º do Decreto nº 8.874/2016, passando a classificá-los igualmente como prioritários para a aplicação das debêntures incentivadas, de acordo com a Lei nº 12.431/2011. Os setores agora incluídos nessa categoria são:

Art. 2º, §1º:
VIII - educação;
IX - saúde;
X - segurança pública e sistema prisional;
XI - parques urbanos e unidades de conservação;
XII - equipamentos culturais e esportivos; e
XIII - habitação social e requalificação urbana.

No que diz respeito aos projetos dos novos setores, o Decreto apresenta duas limitações dispostas no art. 2º, parágrafo 7º:

Nas hipóteses de projetos desenvolvidos nos setores a que se referem os incisos VIII a XIII do § 1º: I - o valor captado mediante a emissão dos valores mobiliários a que se refere o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, fica limitado à despesa de capital prevista para o projeto, excluídas as despesas financeiras; e II - o benefício fiscal previsto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, aplica-se às debêntures e aos certificados emitidos a partir de 1º de janeiro de 2024.

Com essas alterações, projetos de infraestrutura que satisfazem os requisitos necessários para serem enquadrados como projetos verdes são automaticamente considerados como prioritários. Dessa forma, há uma maior facilidade no processo de captação de recursos por meio de ofertas públicas de debêntures de infraestrutura.

Portanto, destaca-se que o Decreto 8.874/2016, modificado pelo Decreto 11.498/2023, tornou-se uma ferramenta significativa para o setor de infraestrutura. Sem os incentivos fiscais, é improvável que as metas da ONU para a transição energética e a neutralidade de carbono sejam alcançadas.

3.1.2. Títulos ESG

Nesse processo de adoção de práticas alinhadas com os princípios promovidos pelo ESG, a Bolsa de Valores Brasileira (B3) introduziu uma série de instrumentos financeiros destinados a concretizar essas práticas. Esses instrumentos incluem: Títulos Verdes (*Green*

Bonds), Títulos Sociais (*Social Bonds*), Títulos de Sustentabilidade (*Sustainability Bonds*) e Títulos Vinculados à Sustentabilidade (*Sustainability-Linked Bonds*)¹⁰⁶.

Nesse contexto, empresas, governos e organizações multilaterais lançam no mercado financeiro os chamados "*Green Bonds*", que são títulos negociáveis nos mercados de capitais, emitidos com o propósito de angariar recursos destinados à implementação de projetos ambientalmente sustentáveis ou relacionados às mudanças climáticas¹⁰⁷. A principal diferença entre os títulos convencionais e os *Green Bonds* reside na alocação dos recursos captados, que, no último caso, deve estar vinculada a projetos de benefícios ambientais e climáticos, o que deve ser comprovado por meio de relatórios periódicos divulgados pela entidade emissora¹⁰⁸.

Portanto, esses títulos são uma forma de atrair um volume maior de captações pelas companhias para seus projetos de natureza sustentável. Esses projetos podem incluir o financiamento de infraestrutura para a geração de energias limpas e renováveis, a redução das emissões de gases causadores do efeito estufa, iniciativas para promover o consumo sustentável de matérias-primas, preservação da água, conservação da biodiversidade terrestre e aquática, transporte ambientalmente amigável, além de ações de prevenção e controle da poluição etc.¹⁰⁹ Segundo dados da *Climate Bonds Initiative* (CBI)¹¹⁰, os investimentos em *Green Bonds* podem superar 1 trilhão de dólares em um período de um ano, o que implicará um crescimento de 100% em comparação com 2021.

É importante ressaltar também que a emissão de *Green Bonds* contribui para melhorar a reputação do emissor, conferindo-lhe maior visibilidade devido à sua abordagem sustentável. Além disso, torna possível que diversos setores, como fundos de pensão e determinados órgãos governamentais, possam investir em áreas que sejam politicamente relevantes para seus acionistas, desde que apresentem um perfil de risco e retorno de crédito semelhante ao oferecido pelo mercado de títulos verdes¹¹¹. Portanto, podemos afirmar que a emissão de *Green Bonds*

¹⁰⁶B3, 2022, *op. cit.*

¹⁰⁷B3, 2022, *op. cit.*

¹⁰⁸*Ibid.*

¹⁰⁹*Ibid.*

¹¹⁰ XP Investimentos. *Emissão de títulos verdes pode atingir US\$ 1 trilhão de dólares em 2023, segundo S&P*. Café com ESG, 31 jul. 2023. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/esg/emissao-de-titulos-verdes-pode-atingir-us-1-trilhao-de-dolares-em-2023-segundo-sp-caffe-com-esg-31-07/>. Acesso em: 08 nov. 2023.

¹¹¹B3, 2022, *op. cit.*

diversifica o grupo de investidores, permitindo a expansão da carteira de investimentos, possibilitando o acesso a projetos rentáveis com benefícios socioambientais. Isso torna esses títulos mais atrativos para investidores e, por consequência, para a sociedade em geral.

Em suma, a emissão de *Green Bonds* não apenas fornece financiamento para projetos sustentáveis, mas também fortalece o mercado de capitais, atraindo novos investidores, promovendo a sustentabilidade e melhorando a reputação das empresas emissoras. Isso contribui para um mercado financeiro mais responsável e alinhado com as preocupações ambientais globais.

Os *Social Bonds*, ou Títulos Sociais, são valores mobiliários que têm o mesmo objetivo que os *Green Bonds*, contudo, objetivam impactar positivamente a vida dos consumidores. Isso inclui o financiamento de projetos de infraestrutura com impacto social, de negócios que facilitam o acesso a serviços essenciais, pequenas e médias empresas, a promoção da acessibilidade da moradia, do acesso à saúde e educação, criação de sistemas alimentares sustentáveis, entre outros.¹¹²

Os Títulos Sustentáveis são valores mobiliários representados por títulos de dívida criados com o propósito de financiar projetos que englobam tanto benefícios ambientais quanto benefícios sociais.¹¹³ As emissoras mais frequentes desses títulos estão relacionadas aos setores de saneamento básico e instituições bancárias.

Por último temos os *Sustainability-Linked Bonds*, que, ao contrário dos demais, não estão vinculados ao financiamento de projetos específicos, mas têm como objetivo incentivar o emissor a alcançar metas predefinidas relacionadas à sustentabilidade¹¹⁴. Quando uma empresa emite um *Sustainability-Linked Bond*, é necessário que se comprometa a alcançar metas ambientais ou sociais específicas dentro de um prazo determinado. Caso as metas não sejam

¹¹² B3, 2022, *op. cit.*

¹¹³ Brasil. Ministério da Economia. Tesouro Nacional. *Títulos Sustentáveis*. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis/titulos-sustentaveis-capa>. Acesso em: 14.08.2023.

¹¹⁴ B3, 2022, *op. cit.*

cumpridas, será penalizada com um prêmio adicionado à taxa de juros, o que aumenta o custo do crédito para emissora do título.¹¹⁵

Para alcançar os objetivos estabelecidos pelo governo brasileiro no âmbito do Acordo de Paris¹¹⁶, é imprescindível que o Brasil invista em iniciativas de combate às mudanças climáticas e no fomento do desenvolvimento sustentável. Nesse contexto, a emissão de títulos verdes pode desempenhar um papel fundamental na expansão desse mercado.

3.2. A influência nas escolhas dos investidores

Tendo em vista as diversas vantagens econômicas apresentadas, os investidores começaram a se interessar por práticas ESG, demandando informações das empresas, bancos, corretoras e gestoras de investimentos. Nos dias de hoje, a busca por maior transparência nas empresas está em ascensão e os investidores, mais do que nunca, desejam compreender as implicações ambientais, sociais e de governança associadas às empresas em que investem. Nesse sentido, a sócia e líder de ESG da KPMG, Nelmara Arbex, entende que a transparência das empresas é a ferramenta mais importante, sendo que os passos para ser confiável são:

Escolher indicadores para monitorar a performance, publicar os resultados, ter especialistas checando os resultados, definir como a governança vai acompanhar essa gestão, celebrar o que dá certo e ser claro ir direto ao ponto sobre o que não dá certo, de preferência já explicando qual o plano para acertar. Para de fato contribuir, e ter práticas que de fato sejam responsáveis, é preciso começar entendendo de fato os fatores ESG externos que vão impactar o negócio e quais os impactos ESG que a empresa produz (...).¹¹⁷

Nesse contexto de comunicação e transparência, existe uma linha tênue entre uma estratégia de comunicação que destaca as realizações reais da empresa em relação aos aspectos ESG e a construção de uma mera imagem positiva diante dos *stakeholders*, desviando a atenção dos impactos socioambientais negativos gerados por suas operações. De modo a evitar a ocorrência de práticas de *greenwashing*, que parte de uma falta de regulamentação rigorosa, foram criados índices sustentáveis que possibilitam a análise pelos investidores de empresas que adotam práticas ESG.

¹¹⁵*Ibid.*

¹¹⁶Acordo de Paris. Paris, 12 de dezembro de 2015. Disponível em: https://unfccc.int/sites/default/files/portuguese_paris_agreement.pdf. Acesso em: 08 nov. 2023

¹¹⁷Nascimento, Juliana Oliveira (Coord.). ESG: O cisne verde e o capitalismo de stakeholder, p.94

Muito antes das discussões chegarem às empresas brasileiras, a Bolsa de Valores de Nova York inovou ao criar, em 1999, um índice dedicado às questões de sustentabilidade: o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DSJI). Essa iniciativa foi seguida pela Bolsa de Valores de Londres, em 2001, ao lançar o índice *Footsie for Good*, e pela Bolsa de Johannesburgo, em 2004. De forma pioneira na América do Sul, a B3 lançou, em 2005, o quarto índice de sustentabilidade do mundo, denominado Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3).

O ISE B3 tem como propósito auxiliar os investidores na tomada de decisões e “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial.”¹¹⁸ O índice é feito a partir de uma avaliação que se fundamenta em um processo anual e emprega questionários segmentados, evidências e outros critérios de qualificação.¹¹⁹ As companhias que compõem o ISE B3 atendem cumulativamente critérios específicos listados no Manual de Metodologia do ISE, disponível no próprio site da B3¹²⁰, que são:

Critérios para compor o ISE B3 ¹²¹	
a.	Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), ocupem as 200 primeiras posições;
b.	Ter presença em pregão de 50% (cinquenta por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores;
c.	Não ser classificado como “ <i>Penny Stock</i> ”, ou seja, ativos cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00 ¹²² ;
d.	Ser um ativo emitido por uma empresa que atenda cumulativamente aos seguintes critérios de sustentabilidade; <ul style="list-style-type: none"> i. Score ISE B3 igual ou maior que a nota de corte geral aplicável a cada ciclo anual de seleção; ii. Pontuação por tema do questionário ISE B3 maior ou igual que 0,01 pontos; iii. Pontuação qualitativa mínima de 70 pontos percentuais; iv. Índice de risco reputacional (RepRisk Index – Peak RRI) igual ou inferior a 50 pontos; v. Score CDP-Climate Change igual ou superior a “C”;

¹¹⁸ISEB3. *O que é o ISE*. Disponível em: <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acesso em: 14.08.2023.

¹¹⁹B3. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)* - 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/36/65/97/55/50ED0810C493CD08AC094EA8/ISE%20B3%202022%20-%20Site.pdf>. Acesso em: 13.08.2023..

¹²⁰SE B3. *Metodologia ISE B3* - 2023. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Metodologia_2023-vf-07jul2023.pdf. Acesso em:01.08.2023.

¹²¹*Ibid.*

¹²²B3. *Conceitos e Procedimentos*. Novembro de 2018. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/AF/83/C4/BA/25CB7610F157B776AC094EA8/Conceitos-Procedimentos-nov2018.pdf>. Acesso em: 27.07.2023.

vi. Resposta positiva às perguntas do questionário classificadas como requisitos mínimos para o setor.

Além disso, a B3, através dos serviços da RepRisk, verifica se há riscos ambientais, sociais e de governança corporativa envolvendo uma empresa da carteira, podendo excluí-las pelos próximos 2 anos.¹²³

Além do ISE, a B3 também criou o Índice Carbono Eficiente em 2010, com o propósito de desempenhar um papel no debate em torno das mudanças climáticas, que estão relacionadas ao crescimento econômico excessivo e inconsciente. O Índice Carbono Eficiente atua como uma evidência do compromisso em promover transparência na emissão de dióxido de carbono (CO₂) na natureza, servindo como um ensaio para a preparação de uma mudança em direção ao desenvolvimento sustentável, com baixas emissões de carbono pelas atividades econômicas.¹²⁴

Da mesma forma, a B3 lançou o Índice *Great Place to Work* (IGPTW B3), que se concentra na avaliação das práticas de gestão de pessoas das empresas listadas, buscando identificar o impacto positivo daquelas que investem em um ambiente de trabalho saudável, colocando como centro de debate a relação entre pessoas e o desenvolvimento dos funcionários.¹²⁵ Por fim, a B3 possui também o Índice IDIVERSA B3, que visa incentivar as empresas a adotarem práticas relacionadas à diversidade.¹²⁶

Portanto, verifica-se que a B3 demonstra estar atenta à tendência global de sustentabilidade, evidenciada pelo lançamento de várias iniciativas, como a certificação de

¹²³SE B3. *Metodologia ISE B3* - 2023. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Metodologia_2023-vf-07jul2023.pdf. Acesso em: 10.08.2023.

¹²⁴B3. Índice Carbono Eficiente (ICO₂). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-carbono-eficiente-ico2-b3.htm. Acesso em: 10.08.2023.

¹²⁵B3. *Índice Great Place to Work* (IGPTW B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-gptw-b3-igptw-b3.htm. Acesso em: 18.08.2023.

¹²⁶B3. *Índice de Diversidade* (IDivErsa B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-diversidade-idiversa-b3.htm. Acesso em: 20.08.2023.

empresas e a criação de índices que contribuem para a avaliação do mercado em relação ao cumprimento de aspectos da agenda ambiental, social e de governança.

Para o investidor, é fundamental examinar os relatórios anuais das empresas, em que muitas organizações detalham seus compromissos e desempenho relacionados ao ESG, para poder avaliar o quão bem a empresa se alinha com os critérios desejados.

Isto posto, atualmente, existem diversas estratégias à disposição dos investidores que lhes permitem incorporar critérios ESG a suas decisões de alocação de ativos. No entanto, na tomada de decisão, os investidores devem estar atentos a alguns pontos: (i) a transparência das empresas em relação aos critérios ESG para os investidores; (ii) o fator ESG de maior importância; (iii) a busca por ações de empresas com foco em ESG e (iv) a análise dos incentivos que influenciam a escolha por empresas com estratégias de negócios sustentáveis. Logo, para ganhar a confiança dos *stakeholders*, a transparência é fundamental, sendo os índices de sustentabilidade uma ferramenta excepcional para tomada das decisões de investimentos.

CONCLUSÃO

Ao longo da presente pesquisa foi explorado como o capitalismo de acionistas não se adequa mais a realidade atual, advindo assim, o capitalismo de stakeholders, que se deu em momento em que a maximização dos lucros deixou de ser a única finalidade e responsabilidade das empresas, adotando-se uma postura de responsabilidade frente aos stakeholders. Assim, passou a se considerar todas as partes afetadas, direta ou indiretamente por suas operações, de modo a assegurar a sustentabilidade do sistema econômico para as gerações futuras.

Nesse sentido, foi necessária a exploração de alguns conceitos essenciais para o presente estudo, principalmente, o termo ESG e a sua definição abrangente. É inegável que, para que os projetos ESG sejam percebidos pelo mercado como ações benéficas para a sociedade, a implementação de políticas e procedimentos para regulação e transparência é crucial. Sendo assim, foi analisada ao longo da presente pesquisa a forma que ocorre a regulamentação estatal, exercida por meio do Poder Legislativo, a regulamentação exercida por entidades reguladoras e, por fim, a regulamentação exercida dentro das empresas.

Além disso, verificou-se que a nova perspectiva do mundo está coagindo, de forma involuntária, as empresas a adotarem uma nova postura socioambiental. Logo, é imperativo desenvolver um plano concreto para a geração de valor, evitando meramente ações de marketing, que muitas vezes se configuram como *greenwashing*.

Sendo assim, o presente trabalho buscou verificar qual a real influência da adoção de práticas ESG no mercado de capitais. Desse modo, concluiu que o desempenho financeiro já não é o único parâmetro para avaliar uma empresa e atrair investimentos, visto que os investidores demonstram crescente preocupação com a abordagem das empresas em relação a questões ESG, incorporando esses critérios em suas análises de investimentos, gestão de portfólio e processo decisório.

A crescente demanda por informações por parte do público e a resposta correspondente das empresas estão conduzindo ao surgimento de uma nova abordagem de gestão, voltada para o aprimoramento do bem-estar econômico e social. Empresas que não adaptarem suas

operações e não se envolverem de maneira substancial em práticas ESG correm o risco significativo de perder investimentos.

Portanto, verificaram-se algumas formas que a adoção de práticas ESG pode influenciar no valor da empresa e na tomada de decisão dos investidores. Primeiramente, em relação aos benefícios para as companhias, foram listadas cinco formas de como a adoção de práticas ESG pode criar valores para empresas, quais sejam: “(1) facilitar o crescimento de receita, (2) reduzir custos, (3) minimizar intervenções regulatórias e legais, (4) aumentar a produtividade dos funcionários e (5) otimizar investimento e gastos de capital”

Em seguida, foram analisados os incentivos fiscais, os títulos ESG e, por fim, a influência nas escolhas dos investidores, sendo analisados os principais índices lançados pela Bolsa de Valores Brasileira, de modo a auxiliar a transparência das informações.

Portanto, restou evidenciado que a separação entre os valores de uma empresa e seu valor de mercado tem se tornado progressivamente mais desafiadora com o surgimento constante de novas estratégias para impulsionar o crescimento empresarial, mitigar riscos e investir em oportunidades que harmonizem lucratividade com práticas socioambientais. Conseqüentemente, observa-se uma disseminação da perspectiva de responsabilidade por parte das empresas, fundamentada em seu papel na sociedade. Sendo assim, apesar dos elevados custos que essa nova abordagem pode trazer para as companhias, o mercado de capitais, a longo prazo, recompensa as empresas que demonstram um comportamento socialmente responsável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

B3. *A evolução do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) e sua aplicabilidade*. 2023. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Estudo_ISE_B3_-_julho_2023.pdf.

_____. *Conceitos e Procedimentos*. 2018. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/AF/83/C4/BA/25CB7610F157B776AC094EA8/Conceitos-Procedimentos-nov2018.pdf>.

_____. *Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas: Como começar, quem envolver e o que priorizar*. 3ª edição. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/guias-e-publicacoes/.

_____. *Índice Carbono Eficiente (ICO2)*. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-carbono-eficiente-ico2-b3.htm.

_____. *Índice de Diversidade (IDivErsa B3)*. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-diversidade-idiversa-b3.htm.

_____. *Índice Great Place to Work (IGPTW B3)*. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-gptw-b3-igptw-b3.htm.

_____. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/36/65/97/55/50ED0810C493CD08AC094EA8/ISE%20B3%202022%20-%20Site.pdf>.

_____. *Ofício Circular nº 002, de 20 de julho de 2023*. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/5D/E5/58/76/0C3798101DBF7498AC094EA8/OC%20002-2023-VPE%20%20Divulga%C3%A7%C3%A3o%20do%20Regulamento%20de%20Emissores%20e%20Anexo%20ASG_PT.pdf.

Brasil. *Decreto nº 11.498*, de 25 de abril de 2023. Diário Oficial da União, Poder Executivo, Brasília, DF, 25 abr. 2023.

_____. *Decreto nº 8.874*, de 11 de outubro de 2016. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Decreto/D8874.htm#art2%C2%A71vi.0. Acesso em: (?)

_____. *Lei nº 12.431*, de 24 de junho de 2011. Diário Oficial da União, Poder Executivo, Brasília, DF, 24 jun. 2011.

_____. *Lei nº 6.404*, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Planalto. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm.

Buril, Laíza; Morais, Maristela. Incentivos fiscais para empresas sustentáveis com enfoque na Lei Nº14.666/12 do Estado de Pernambuco (PE-Sustentável). *Revista de Estudos Legislativos*, ASS LEGIS DE PERNAMBUCO, ano 2, n. 2, p. 49-55, 2017. Disponível em: <https://www.alepe.pe.gov.br/estudoslegislativos/arquivos/revista02/artigo-05.pdf>.

Cambridge Dictionary Online. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/>.

Capital Institute. *Regenerative Capitalism*. 2015. Disponível em: <https://capitalinstitute.org/wp-content/uploads/2016/05/capitalismo-regenerativ.pdf>.

CFA Society Brasil. *Advocacy - ESG*. 2023. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/advocacy/esg/#:~:text=A%20sigla%20ESG%20significa%20%E2%80%9Cenvironmental,materiais%20e%20oportunidades%20de%20crescimento>. Acesso em: 09 de nov. 2023.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *A agenda ASG e o Mercado de CAPITAIS*. 2022. Disponível online em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf#:~:text=De%20acordo%20com%20o%20relat%C3%B3rio%20da%20GRIS%202020%2C,36%25%20dos%20ativos%20financeiros%20sob%20gest%C3%A3o%20no%20mundo>.

_____. *Audiência Pública 09/20*, de 08 de março de 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html.

_____. *Resolução CVM nº 59*, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>.

_____. *Resolução CVM nº 175*, de 23 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20constitui%C3%A7%C3%A3o%20o,revoga%20as%20normas%20que%20especifica.&text%20=ALTERADA%20pela%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20181%20F23>.

Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

Eizirik, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2. ed. rev. e amp. v. 1 artigos 1º ao 79, v. 2 artigos 80 ao 137, v. 3 artigos 138 ao 205, v 4 artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

Fink, Larry. *Carta de Larry Fink aos CEOs 2022: O poder do Capitalismo*. BlackRock. 2022. Disponível em: <https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter>.

Fórum Econômico Mundial. *Relatório de Riscos Globais*. 2023. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2023>. Acesso em: 08 nov. 2023.

_____. *Relatório de Riscos Globais 2020*. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>.

Forbes. *Why Stakeholder Capitalism Will Fail*. 2020. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2020/01/05/why-stakeholder-capitalism-will-fail/?sh=19b2d2a785a8>.

Freeman, Edward. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. 2. ed. Cambridge University Press, 2010.

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

Governo do Brasil. *TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 4ª ed. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), [S.l.], 2018. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro_top_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf.

_____. *O que são valores mobiliários*. Investidor.gov.br. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios#:~:text=De%20acordo%20com%20essa%20defini%C3%A7%C3%A3o,do%20empreendedor%20ou%20de%20terceiros%E2%80%9D>.

Guimarães, Solange. *Revolução ESG inaugura nova fase do capitalismo*. Forbes Brasil, 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbesesg/2021/08/revolucao-esg-inaugura-nova-fase-do-capitalismo/>.

Henisz, Witold; Koller, Tim; Nuttall, Robin. *Práticas ESG podem criar valor de cinco formas*. 2021. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value/pt-BR>.

ISE B3. *O que é o ISE*. 2023. Disponível em: <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>.

Mattos Filho. *CVM edita novo marco regulatório dos fundos de investimento*. 2023. Disponível em: <https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-marco-regulatorio-fundos-investimento/>.

Milagres, Dênia Maria. Incentivos Fiscais. *Revista de Ciência Política FGV*, Rio de Janeiro, v. 29, n. 3, p. 103-117, 1986.

Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima. *Governo Federal lança Programa Nacional de Crescimento Verde*. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/mma/pt-br/noticias/governo-federal-lanca-programa-nacional-de-crescimento-verde>.

Morelli, Emerson; Cabral, Rui; Pereira, Diego; Siedschlag, Fernando. *Adequação à Resolução 175 da CVM*, que entra em vigor em outubro, começa agora. 2023. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/agencia-ey/artigos/adequacao-resolucao175-cvm-comeca-agora.

Nascimento, Juliana Oliveira (Coord.). *ESG: O cisne verde e o capitalismo de stakeholder - a tríade regenerativa do futuro global*. 2. ed. São Paulo, Thomson Reuters Brasil, 2023.

Paris. *Acordo de Paris*, 12 de dezembro de 2015. Disponível em: https://unfccc.int/sites/default/files/portuguese_paris_agreement.pdf.

PWC Brasil. *Tax ESG*. 2022. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/2022/TAX-ESG.pdf>.

Santana, Heron José de. *Meio ambiente e reforma tributária: Justiça fiscal e extrafiscal dos tributos ambientais*. *Revista de Direito Ambiental: RDA*, v. 9, n. 33, p. 9-32, jan./mar. 2004. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/89776>.

Schwab, Klaus. Stakeholder Capitalism's New Metrics. *Project Syndicate*, 2019. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stakeholder-capitalism-new-metrics-by-klaus-schwab-2019-11>.

Slaper, Timothy; Hall, Tanya. The triple bottom line: what is and how does it work?. *Indiana Business Review*, 2011, volume 86, No. 1. Disponível em: <https://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/article2.html>.

SE B3. *Metodologia ISE*. 2023. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Metodologia_2023-vf-07jul2023.pdf.

The Global Compact. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 09 nov. 2023.

Tepper, Taylor. Milton Friedman And The Social Responsibility Of Business. *Forbes Advisor*. 2020. Disponível em: <https://www.forbes.com/advisor/investing/milton-friedman-social-responsibility-of-business/>.

UNPRI. *Princípios para o Investimento Responsável*. 2023. Disponível em: <https://www.unpri.org>.

World Economic Forum. *Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>.

_____. *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>.

_____. *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. 2020. Disponível em: <https://www3.weforum.org>

_____. *Stakeholder Capitalism: Our Values*. 2023. Disponível em: <https://www.weforum.org/stakeholdercapitalism/our-values>.

XP Investimentos. *Emissão de títulos verdes pode atingir US\$ 1 trilhão de dólares em 2023, segundo S&P*. Café com ESG. 2023. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/esg/emissao-de-titulos-verdes-pode-atingir-us-1-trilhao-de-dolares-em-2023-segundo-sp-cafe-com-esg-31-07/>.

Yoshida, Consuelo; Vianna, Marcelo; Kishi, Sandra. *Finanças Sustentáveis: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS 2022*. 2022. Disponível em: https://www.cnpm.mp.br/portal/images/noticias/2021/dezembro/Financas_sustentaveis_final.pdf.

Zendesk.. *Qual a importância das redes sociais para as empresas? GUIA COMPLETO!* 2023. Disponível em: <https://www.zendesk.com.br/blog/qual-a-importancia-das-redes-sociais-para-as-empresas/>.