Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Carlos Martins Neto

ESG, INTERESSE SOCIAL E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA

Rio de Janeiro

2023

Carlos Martins Neto

ESG, INTERESSE SOCIAL E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA

Tese apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, na área de concentração Pensamento Jurídico e Relações Sociais e linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Coorientadora: Professora Dra. Ana de Oliveira Frazão

Rio de Janeiro

2023

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

M386 Martins Neto, Carlos

ESG, interesse social e responsabilidade dos administradores de companhia / Carlos Martins Neto. - 2023.
357 f.
Orientadora: Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.
Coorientador: Profª. Dra. Ana de Oliveira Frazão.
Tese (Doutorado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Direito comercial - Teses. 2. Investimento social –Teses. 3. Responsabilidade social – Teses. I.Menezes, Maurício Moreira Mendonça de. II. Frazão, Ana de Oliveira. III. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. IV. Título.

CDU 347.7

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

_____ _____

Assinatura Data

Carlos Martins Neto

ESG, INTERESSE SOCIAL E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA

Tese apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, na área de concentração Pensamento Jurídico e Relações Sociais e linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Aprovada em 15 de fevereiro de 2023.

Banca Examinadora:

_____
Professor Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes (Orientador)
Faculdade de Direito – UERJ

_____
Professora Dra. Ana de Oliveira Frazão (Coorientadora)
Universidade de Brasília

_____
Professor Dr. Leonardo da Silva Sant'Anna
Faculdade de Direito – UERJ

_____
Professor Dr. Vitor Augusto José Butruce
Faculdade de Direito – UERJ

_____
Professor Dr. Fábio Ulhoa Coelho
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

_____
Professor Dr. Sérgio Mourão Corrêa Lima
Universidade Federal de Minas Gerais

Rio de Janeiro
2023

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta tese não seria possível sem o apoio de muitos, aos quais registro meu sincero agradecimento.

Aos professores doutores Mauricio Moreira Menezes e Ana Frazão, que foram generosos interlocutores, tendo formulado críticas relevantes e feito sugestões muito pertinentes durante todo o processo de orientação da tese.

A Raphaela Portilho, que prestou valiosa e qualificada assistência durante toda a pesquisa e elaboração da tese.

A toda a equipe do Moreira Menezes, Martins, Advogados, que em diferentes momentos contribuiu para a elaboração da tese. Nicholas Furlan Di Biase, leu atentamente as diversas versões do trabalho, auxiliando na revisão do texto e fazendo importantes sugestões. Ana Clara Jansen, Ana Luiza Paes Leme, Isadora Cariello, Manuella Siciliano, Renato Heluy Corrêa prestaram auxílio imprescindível para a coleta e análise dos dados utilizados na pesquisa empírica, bem como na revisão de formatação do trabalho. Leticia Tisi prestou relevante contribuição na organização e catalogação das notícias e matérias publicadas em veículos de imprensa a respeito do objeto da pesquisa. Maria Fernanda Gutierrez e Maria Eduarda Lima auxiliaram no levantamento de bibliografia complementar na fase de revisão da tese.

A João Itaboraí, que auxiliou na obtenção, organização e análise de boa parte da bibliografia a respeito do interesse social.

A Maria Clara Sharp, recém-chegada de seu intercâmbio na Universidade de Münster (Alemanha), que contribuiu com a obtenção de textos sobre o institucionalismo alemão e traduções.

A toda a equipe administrativa e professores do PPGD-UERJ, por seu incessante trabalho para manter o programa dentre os mais bem avaliados do País e incentivar a produção acadêmica de alta qualidade e relevância.

Aos meus pais, Marco e Elizete, que sempre me incentivaram e forneceram as ferramentas para que eu pudesse alcançar meus objetivos, desde os mais simples aos mais complexos.

Principalmente, a Patricia, Isabel e Maitê, pelo amor, alegrias e incentivos diários, bem como pela compreensão e paciência com a minha ausência nos finais de semana e feriados durante o período de elaboração da tese.

Mudam-se os tempos, mudam-se as vontades,
Muda-se o ser, muda-se a confiança;
Todo o mundo é composto de mudança,
Tomando sempre novas qualidades.

Continuamente vemos novidades,
Diferentes em tudo da esperança;
Do mal ficam as mágoas na lembrança,
E do bem, se algum houve, as saudades.

O tempo cobre o chão de verde manto,
Que já coberto foi de neve fria,
E enfim converte em choro o doce canto.

E, afora este mudar-se cada dia,
Outra mudança faz de mor espanto:
Que não se muda já como soía.

Luís Vaz de Camões

RESUMO

MARTINS NETO, Carlos. ESG, interesse social e responsabilidade dos administradores de companhia. 2023. 357 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

A investigação tem como objetivo geral examinar os impactos da adesão voluntária de práticas ESG no interesse social e no regime de responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras. Nessa linha, o ponto de partida da tese foi estudar o conceito de interesse social e apresentar síntese de seu estado da arte no direito brasileiro. Na sequência, é empreendido estudo acerca tanto dos aspectos teóricos quanto dos aspectos práticos do "fenômeno ESG", buscando sistematizá-lo e apresentar as diversas conceituações em torno do ESG, assim como práticas de mercado envolvendo o tema. Nesse contexto, foi realizada pesquisa empírica com o objetivo de entender como as companhias listadas no Novo Mercado da B3 têm abordado o tema ESG na prática. Em seguida, analisa-se a modificação do interesse social nas companhias que adotam voluntariamente práticas ESG, examinando a alocação de recursos no cenário global e os incentivos para adoção de critérios ESG por companhias, além da possibilidade de internalização de fatores ESG com objetivos de geração de valor para acionistas e de controle de risco. Partindo da premissa de que as práticas ESG consistem em ato de responsabilidade social corporativa (representando atos que vão além do mero cumprimento de obrigação legal), investiga-se se a adoção de tais práticas voluntárias por companhias pode ressignificar o interesse social de tal entidade. Subsequentemente, são apresentados possíveis efeitos de tal ressignificação e de sua repercussão na responsabilidade dos administradores de companhia, apresentando-se novas balizas para a aplicação da *business judgment rule* e hipóteses de incidência de responsabilidade relacionadas a questões ESG. Sobre esse aspecto, propõe-se o reconhecimento da manutenção da higidez do sistema de responsabilidade atualmente existente na Lei n° 6.404/1976, bem como a ampliação das hipóteses de incidência de responsabilidade, à luz do "fenômeno ESG".

Palavras-chave: Direito Comercial. Sociedade anônima. Companhia. Interesse social. ESG. Responsabilidade de administrador.

ABSTRACT

MARTINS NETO, Carlos. *ESG, social interest and liability of company managers*. 2023. 357 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

The general objective of this thesis is to examine the impacts of voluntary adhesion to the environmental, social and governance (ESG) tenets on the social interest and the liability regime of the managers of Brazilian companies. In this line, the starting point is to study the concept of social interest and present a summary of the state of the art in Brazilian law. Then the analysis shifts to the theoretical and practical aspects of the "ESG phenomenon", seeking to systematize it and present the various definitions of ESG, along with the market practices involving the theme. In this context, an empirical survey is reported with the goal of understanding how companies with shares listed on the Novo Mercado trading segment of the B3 Exchange have responded to the ESG theme in practice. Then the thesis examines the modification of the social interest in companies that have voluntarily adopted ESG practices, focusing on the allocation of resources in the global scenario and the pressure on organizations to adopt ESG criteria with the objective of generating value for shareholders and controlling risk. Starting from the premise that ESG practices are part of the greater concept of corporate social responsibility (denoting acts that go beyond mere compliance with legal obligations), it is analyzed if the adoption of those voluntary practices by companies can serve to resignify their social interest. Then, the possible effects of that resignification on the potential liability of companies' managers are discussed, along with new guidelines for application of the business judgment rule and the situations for its invocation in relation to ESG questions. With respect to this aspect, it is proposed to recognize the effectiveness of the existing system of liability specified in the Law of Corporations (Law 6,404/1976), as well as the expansion of the hypotheses for incidence of accountability in light of the "ESG phenomenon".

Keywords: Corporate law. Corporation. Company. Social interest. ESG. Managers' liability.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABBC	Associação Brasileira de Bancos
ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
ASG	Ambiental, Social e Governança Corporativa
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIS	*Bank for International Settlements*
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros, atual B3
CADH	Convenção Americana sobre Direitos Humanos – Pacto de San José da Costa Rica
CEDH	Convenção Europeia dos Direitos do Homem / Direitos Humanos
CalPERS	*California Public Employees' Retirement System*
CalSTRS	*California State Teachers' Retirement System*
CAR	Cadastro Ambiental Rural
CBios	Crédito de Descarbonização
CBGC	Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas
CDP	*Carbon Disclosure Project*
CEO	*Chief Executive Officer*

CF/1988	Constituição Federal de 1988
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados
CIRSOL	Conferência Internacional de Resíduos Sólidos
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
COP	*Conference of the Parties*
COP-26	26ª edição da Conferência das Partes da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança Climática
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DJSI	*Dow Jones Sustainability Indices*
DUDH	Declaração Universal dos Direitos Humanos
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ESG	*Environmental, Social and Governance*
EUA	Estados Unidos da América
e.g.	Por exemplo
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FNMC	Fundo Nacional sobre Mudança do Clima
FSC	*Forest Stewardship Council*
FSD	*Financial Stability Board*
GEE	Gases do efeito estufa
GHG Protocol	*Greenhouse Gas Protocol*
GRESB	*Global Real Estate Sustainability Benchmark*
GRI	*Global Reporting Initiative*
GT Interagentes	Grupo de Trabalho Interagentes, coordenado pelo IBGC e formado por onze entidades relacionadas ao mercado de capitais
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IBrX	Índice Brasil
IBrX-50	Índice Brasil 50
IBrX 100	Índice Brasil 100

ICMA	*International Capital Market Association*
ICO2 B3	Índice de Carbono Eficiente da B3
i.e.	Isto é
IFRS	*International Financial Reporting Standard*
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IGPTW B3	Índice *Great Place to Work* da B3
IIA	Index Industry Association
IIRC	*International Integrated Reporting Council*
IOSCO	*International Organization of Securities Commissions*
IP&L	*Integrated Profit & Loss*
IR	*Integrated Reporting Framework*
IS	Investimento Sustentável
ISE B3	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISO	*International Organization for Standardization*
ISR	Investimentos socialmente responsáveis
ISSB	*International Sustainability Standards Board*
ITAG	Índice de Ações com Tag Along Diferenciado
Lei das S.A.	Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODM	Objetivos de Desenvolvimento do Milênio
ODS	Objetivos do Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
PCD	Pessoas com deficiência
PE	Pernambuco
PNMC	Política Nacional sobre Mudança do Clima
PNRS	Política Nacional de Resíduos Sólidos
PNUD	Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento
PNUMA	Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar

PRI	*Principles for Responsible Investment*
PRSAC	Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática
Relatório GRSAC	Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas
Renovabio	Política Nacional de Biocombustíveis
SASB	*Sustainability Accounting Standards Board*
SBTi	*Science Based Targets Initiative*
SFDR	*Sustainable Finance Disclosure Regulation*
SFT	*Sustainable Finance Taskforce*
SLB	*Sustainability-linked bonds*
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TCFD	*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*
UNDP	*United Nations Development Programme*
UNEP FI	*The United Nations Environment Programme Finance Initiative*
UNFCCC	Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima
UNRISD	*United Nations Research Institute for Social Development*
VRF	*The Value Reporting Foundation*
WCED	Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento
WEF	*World Economic Forum*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 14

1 **O CONCEITO JURÍDICO DE INTERESSE SOCIAL** 22

1.1 **A teoria contratualista** 29

1.2 **A teoria institucionalista** 35

1.2.1 Teoria da "empresa em si" 39

1.2.2 Teoria da "pessoa em si" 40

1.2.3 Teoria da instituição 43

1.2.4 Teorias institucionalistas estadunidenses 45

1.3 **O recente debate em torno do *shareholderism* e *stakeholderism*** 48

1.4 **Síntese a respeito do estado da arte do conceito de interesse social no Brasil** 59

2 **O FENÔMENO "ESG" – ASPECTOS TEÓRICOS** 70

2.1 **Origem e evolução** 72

2.1.1 Sustentabilidade: do surgimento à abordagem atual 79

2.1.2 A Agenda 2030 e os objetivos do desenvolvimento sustentável 89

2.2 **Desdobramentos: ambiental, social e governança** 94

2.2.1 Ambiental 97

2.2.2 Social 102

2.2.3 Governança corporativa 108

2.3 **ESG: multiplicidade de conceitos** 120

2.4 **Críticas atuais ao fenômeno "ESG"** 129

3 **O FENÔMENO "ESG" – ASPECTOS PRÁTICOS** 134

3.1 **Aspectos práticos do ESG sob o ponto de vista dos gestores de recursos** 138

3.1.1 A relevância dos atributos ESG no processo de alocação de recursos 144

3.1.1.1 Aplicação de filtro (positivo ou negativo) 146

3.1.1.2 Investimento socialmente responsável 150

3.1.1.3 Investimento "*best-in class*" 150

3.1.1.4 Investimento sustentável 151

3.1.1.5 Investimento verde 152

3.1.1.6 Investimento social 156

3.1.1.7 Investimento de impacto 157

3.1.2 Abordagem da pauta ESG pela indústria de fundos de investimento brasileira 158

3.2 **Aspectos práticos do ESG sob o ponto de vista das companhias** 161

3.2.1 A preocupação com os atributos ESG na sociedade contemporânea 163
3.2.1.1 Divulgação de ações relacionadas ao ESG por companhias 166
3.2.1.2 Atuação da B3 como fomentadora de práticas ESG por companhias listadas 169
3.3 **Normas relacionadas ao tema ESG incorporadas ao ordenamento jurídico** 179
3.3.1 Disposições previstas em lei 181
3.3.2 Regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários 183
3.3.3 Regras editadas pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil 188
3.3.4 Regras editadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar 190
3.4 **Práticas ESG presentes na autorregulação** 192
3.5 **Estudo empírico: abordagem das práticas ESG por companhias listadas no Novo Mercado da B3** 197
4 **RESSIGNIFICAÇÃO DO CONCEITO DE INTERESSE SOCIAL NAS COMPANHIAS QUE ADOTAM VOLUNTARIAMENTE PRÁTICAS ESG** 204
4.1 **A alocação de recursos no cenário global e a pressão para adoção de critérios ESG pelas companhias** 206
4.1.1 O movimento de *stewardship* por parte de acionistas 208
4.1.2 Imposição de adoção de práticas ESG para a cadeia de fornecimento 215
4.1.2.1 O dever de diligência em matéria de sustentabilidade e seus impactos na cadeia de valor das companhias 219
4.2 **ESG e geração de valor para acionistas** 223
4.2.1 Vinculação de incentivos de longo prazo da administração a metas ESG 229
4.3 **ESG como controle de risco** 232
4.4 **Necessária ressignificação do conceito de interesse social das companhias que adotam práticas ESG** 240
5 **EFEITOS DA RESSIGNIFICAÇÃO DO INTERESSE SOCIAL E DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS ESG NA RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA** 255
5.1 **O mandato dos administradores para prática de atos de gestão** 256
5.1.1 Breves notas sobre o dever de legalidade 266
5.2 **Impactos da ressignificação do interesse social nos deveres dos administradores** 272
5.3 **Impactos da ressignificação do interesse social na responsabilidade dos administradores** 276
5.3.1 Novas balizas para a aplicação do *business judgment rule* 283

5.3.2 Responsabilidade dos administradores por negligência em relação a riscos ESG..... 298
5.3.3 Responsabilidade decorrente do não cumprimento de medidas ESG divulgadas publicamente pela companhia..... 302
5.3.4 Responsabilidade decorrente do não cumprimento de medidas ESG vinculadas a valores mobiliários emitidos pela companhia..... 305
CONCLUSÃO..... 310
REFERÊNCIAS..... 321

INTRODUÇÃO

A presente tese tem por objetivo investigar os impactos da implementação voluntária de práticas ESG no interesse social e na responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras.

Nos dias atuais, têm ficado cada vez mais evidentes os efeitos da ação inconsequente da humanidade sobre o planeta Terra: aquecimento global, derretimento das calotas polares, aumento do nível dos oceanos, desertificação de áreas anteriormente produtivas, assoreamento de rios, "ilhas" de lixo nos oceanos, crescente aumento de micro plástico encontrado em peixes e frutos do mar, dentre outros.

Por outro lado, também tem crescido a disseminação de informações sobre os efeitos nefastos de tal ação e a conscientização da necessidade de guinada para um modo de produção e consumo sustentáveis.

A razão por trás desse movimento em direção à sustentabilidade parece óbvia, mas, por tempos, foi ignorada. Com efeito, por um lado, não há atividade econômica sem pessoas e, por outro, não há pessoas fora de um ambiente natural adequado. O conceito por trás da sustentabilidade, cunhado no relatório intitulado "Nosso futuro comum", elaborado em 1987 pela Comissão Mundial sobre Desenvolvimento e Meio Ambiente da Organização das Nações Unidas (ONU), é o de satisfazer as necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades. Desse marco em diante, ocorreram diversas conferências, acordos e eventos relacionados ao tema, tais como a Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento (Rio-92), a Conferência de Desenvolvimento Sustentável (Rio+20), a adoção da Agenda 2030 pela Assembleia Geral da ONU e o Acordo de Paris.

Nesse contexto de crescente convergência de atenções de diversos entes da comunidade internacional com a temática da sustentabilidade e desenvolvimento social, surgiu o fenômeno "ESG", que vem se fortalecendo dia após dia.

ESG é a sigla utilizada para abreviar *environmental, social and governance*, termos em inglês que significam meio ambiente, social e governança. O amadurecimento de sua discussão em foros especializados levou ao entendimento segundo o qual tais aspectos devem ser objeto de atenção das sociedades empresárias. Por outro lado, a forma como tais entidades lidam com as questões abrangidas pelo ESG são levadas em consideração tanto por financiadores quanto por consumidores.

Sob o ponto de vista dos financiadores, a adoção de práticas ESG pelos emissores de valores mobiliários pode influenciar e, por vezes, pode ser determinante para a tomada de decisões, no curso do processo de alocação de recursos. Os consumidores, por sua vez, cada vez mais informados e conectados, têm a possibilidade de apoiar e difundir o consumo de produtos e bens de sociedades que buscam implementar boas práticas ESG, ao passo em que, no sentido contrário, podem promover o boicote àquelas sociedades tidas como violadoras dos princípios ESG.

Tanto os financiadores quanto os consumidores passaram a incentivar as organizações empresárias a exercer sua atividade econômica de modo sustentável e socialmente responsável, prestando adequadamente as contas de sua atuação.

Nesse ponto, a governança corporativa ganha especial relevância. Em síntese, governança corporativa consiste em conjunto de ferramentas com o objetivo de orientar a relação entre sócios, administradores e os demais órgãos, entidades e pessoas que façam parte da estrutura de uma sociedade ou que estejam em seu entorno, titulando interesses juridicamente protegidos, como os *stakeholders*.

Sob a ótica da companhia, a adoção de práticas de governança corporativa promove a transparência de sua gestão para os acionistas e o mercado de forma geral; delimita de forma mais precisa a separação entre os papéis dos membros do conselho de administração, diretores e acionistas; e aprimora mecanismos de avaliação, desempenho e recompensa dos colaboradores e administradores e dos processos decisórios, dentre outros benefícios.

O conjunto de boas práticas de governança corporativa colabora para que os investidores passem a ter mais confiança e atração pelas companhias que adotem tais medidas. Compreensivelmente, os benefícios internos estão interligados com os externos.

Nesse contexto em que a pauta ESG impõe crescente demanda de atenção aos fatores ambientais, sociais e de governança no exercício de atividade econômica, um importante conceito afeto ao direito societário (mais especificamente, ao direito das companhias) pode ser diretamente impactado, ao menos em relação às companhias que adotem voluntariamente as práticas ESG: o interesse social.

Atualmente, a ideia de que a companhia possui interesse próprio, que pode ser diverso do interesse de seus acionistas está bastante sedimentada. No Brasil, inclusive, desde 1976, com a entrada em vigor da Lei n° 6.404 (a Lei das S.A.), há expressa previsão de que o acionista controlador deve conduzir a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, bem como “tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da

empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".

Ou seja, ainda que indiretamente, tratando de dever do acionista controlador, a lei reconhece que a companhia possui interesse próprio e esse interesse, além da consecução do objeto social, deve levar em conta os colaboradores e a comunidade em que atua.

No Brasil, a partir de 1976, a Lei n° 6.404 buscou proporcionar à sociedade anônima maior facilidade para captação de recursos no mercado de capitais. Para se atingir tal objetivo, buscou delimitar os poderes e os deveres tanto do acionista controlador (artigos 116 e 117) quanto dos administradores de companhia (artigos 153 a 157).

Nesse cenário, o já mencionado comando do artigo 116, parágrafo único, da Lei n° 6.404/1976 ganhou importância. A despeito da convergência da doutrina especializada quanto às dúvidas sobre a eficácia da disposição contida no parágrafo único do referido dispositivo legal como balizador do interesse social, fato é que, nos últimos anos, o tema ESG foi ganhando cada vez mais relevância e é atualmente matéria com espaço cativo nas agendas corporativas, nas empresas especializadas em gestão de recursos financeiros e entes reguladores.

Daí a opção de utilizar a denominação "fenômeno ESG", pois tais aspectos estão, de fato, provocando transformações relevantes sobre a forma de se pensar a atuação e a regulação das companhias que voluntariamente adotam tal agenda.

Podem-se citar diversos exemplos. O manifesto do *Business Roundtable* intitulado *Statement on the purpose of a corporation*, divulgado em 19 de agosto de 2019 e inicialmente subscrito por 181 diretores presidentes de companhias estadunidenses, registra que, ainda que cada companhia possua seu próprio interesse social, os subscritores do dito manifesto compartilham compromissos fundamentais com *stakeholders*, comprometendo-se (i) superar as expectativas dos consumidores; (ii) investir recursos no desenvolvimento profissional e bem estar dos empregados; (iii) negociar de modo justo e ético com os fornecedores; (iv) apoiar as comunidades em que estão inseridos; e (v) gerar valor de longo prazo para os acionistas, por meio da potencialização do retorno de seu capital.

Em 2020, no âmbito do Fórum Econômico Mundial, foi divulgado o Manifesto de Davos 2020, intitulado *The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, que contempla o entendimento de que o interesse social deve considerar os *stakeholders* (funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e sociedade em geral) – e não apenas os acionistas – na criação de valor compartilhado e sustentável. De acordo com o manifesto, a melhor maneira de entender e harmonizar os interesses divergentes de todas as

partes interessadas é por meio de um compromisso compartilhado com políticas e decisões que fortaleçam a prosperidade de uma empresa a longo prazo.

Merece destaque o PRI (*Principles of Responsible Investment*), uma associação que congrega iniciativa independente de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU. O PRI – que conta com mais de 4.000 signatários aderentes em 60 países, representando aproximadamente USD 120 trilhões em ativos sob gestão – contempla seis princípios relacionados à incorporação de temas ESG às análises de investimento, aos processos de tomada de decisão e às políticas e práticas de propriedade de ativos, bem como a devida documentação, divulgação e disseminação dessas práticas.

O avanço da pauta ESG no cenário internacional fomentou, inclusive, recentíssima reedição do célebre debate acadêmico em torno do interesse social no direito anglo-saxão que ficou conhecido como "*stakeholderism vs. shareholderism*".

Como a atuação da companhia depende necessariamente dos administradores, convém atentar para as normas básicas que regem seu funcionamento. No Brasil, a Lei n° 6.404/1976 atribui, por meio de seus artigos 153 a 157, deveres que devem ser cumpridos pelos administradores, sejam eles membros da diretoria ou do conselho de administração.

Nessa linha, o artigo 158 da lei societária deixa claro que o administrador não é pessoalmente responsável por eventuais prejuízos decorrentes de ato regular de gestão, todavia, responde civilmente pelos prejuízos que der causa, quando agir com dolo ou culpa (ainda que dentro de suas atribuições) ou quando violar a lei ou o estatuto.

Deve-se registrar que os administradores estão sujeitos, além da responsabilidade civil, também à responsabilidade administrativa[1] e penal, cujas apurações são independentes entre si, de modo que determinado ato praticado por administrador pode ser objeto de responsabilização em mais de uma esfera.

Por óbvio, a atividade empresarial envolve riscos e pode gerar prejuízos. No entanto, a obrigação do administrador é de meio e não de resultado. Logo, tendo atuado com observância aos deveres que a lei lhe impõe e ao estatuto social, não há que se falar em responsabilidade pessoal do administrador.

[1] A responsabilidade administrativa consubstancia-se na responsabilidade sancionadora, imposta por órgãos reguladores, observado o devido processo administrativo. Incide em razão de a companhia na qual o administrador possui mandato atuar em determinado setor da economia que possuir regulação específica (*e.g.*, setor de seguros, regulado pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP); ou em se tratando companhia aberta (hipótese em que se submete à regulação da CVM); ou possuir relação com entes públicos (podendo ser parte em tomada de contas por tribunal de contas).

O exame casuístico da conduta do administrador nem sempre é tarefa fácil. Com efeito, um dos grandes problemas do sistema de responsabilidade do administrador de companhia é a análise da culpa ou dolo do administrador em relação a ato que gerou prejuízo à companhia.

Tal problema se desdobra em, no mínimo, duas vertentes: (i) a possível ausência de conhecimento técnico (empresarial) adequado, pelo julgador responsável por analisar a conduta de determinado administrador, a fim de avaliar se o administrador agiu com culpa ou dolo; e (ii) a relativa zona de insegurança vivenciada por administradores, cujo temor por eventual responsabilização em razão de decisão tomada no exercício regular de suas funções pode fazer com que atuem de forma extremamente conservadora e avessa ao risco, deixando escapar oportunidades empresariais relevantes.

A fim de mitigar esse problema, ganhou relevo a doutrina da "regra da decisão negocial" ou *business judgment rule*, segundo a qual, em síntese, é presumida a atuação de boa-fé e no melhor interesse da companhia quando o administrador, atuando de acordo com a lei e o estatuto social, toma determinada decisão negocial baseado em critérios razoáveis, com conhecimento sobre a matéria a ser decidida e à luz de informações adequadas, afastando-se, assim, eventual pretensão com vistas a responsabilizar o administrador por ato de gestão social que tenha resultado em prejuízo para a companhia.

A questão da responsabilidade dos administradores, que é desafiadora por si só, ganha mais complexidade quando se está diante de determinada decisão relacionada a aspectos ESG. Por exemplo: quando a adoção voluntária de práticas ESG (que poderão impactar a lucratividade) é decidida por seus administradores; ou quando a companhia divulga o compromisso de perseguir o cumprimento de metas relacionadas a aspectos ESG, mas, em cenário de adversidade financeira, precisa decidir entre a manutenção de padrão de lucratividade ou o atingimento da meta.

Nesse contexto de crescimento constante da valorização e das discussões em torno da pauta ESG (o que, como dito, pode ser considerado verdadeiro fenômeno), bem como de discussões em torno do interesse social, a tese se ocupou de investigar os impactos da implementação voluntária de práticas ESG no interesse social e, consequentemente, na responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras.

Assim, o problema central da tese foi identificar se o conceito de interesse social ganha novo significado a partir da adoção voluntária de práticas ESG pelas companhias e analisar os impactos dessa adesão voluntária na responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras.

Na introdução à primeira edição de sua prestigiada obra "Conflito de interesses nas assembleias de S.A.", em 1993, Erasmo Valladão registrou que "a indagação sobre o conceito de interesse social, que, pela sua relevância, foi considerado por escritores eminentes como o problema fundamental das sociedades por ações [...]".[2]

Pode-se dizer que tal problema permanece atual e, à luz da evolução dos fatos sociais que o influenciam, merece ser revisitado.

Com a difusão do fenômeno ESG, pode-se notar igualmente crescente demanda, tanto do público consumidor quanto dos financiadores das companhias, pelo tratamento adequado das questões ESG.

A ascensão de um fato social (o fenômeno ESG) e sua efetiva influência nas pautas regulatória e autorregulatória impõe sua detida perquirição, incluindo-se suas nuances e sua dimensão, a fim de investigar seus impactos no interesse social e na responsabilidade dos administradores das companhias que implementam voluntariamente práticas ESG.[3]

O tema justifica-se, portanto, pela importância do conceito de interesse social e da delimitação da responsabilidade dos administradores de companhia para o direito empresarial, assim como pela relevância e atualidade da pauta ESG, aliada à escassez de trabalhos acadêmicos sobre essa vertente na área jurídico-empresarial.

Registre-se que a opção de trabalhar com os impactos de eventual ressignificação do interesse social na responsabilidade dos administradores consiste em recorte temático baseado na importância da responsabilidade dos administradores como mecanismo de gestão empresarial, tal como sustenta Ana Frazão.[4]

Desse modo, o objetivo geral da tese é investigar os impactos da adesão voluntária à agenda ESG no interesse social e no regime de responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras. Para tanto, buscou-se: (i) estudar o conceito de interesse social; (ii) investigar e sistematizar o "fenômeno ESG"; (iii) verificar a importância dos atributos ESG no processo de alocação de recursos financeiros; (iv) analisar se a adesão voluntária de práticas ESG consiste em alteração substancial da condução dos negócios da companhia que demandaria aprovação dos acionistas ou se trata de medida de controle de riscos que pode ser implementada por decisão da própria administração; (v) verificar se o "fenômeno ESG" é

---

[2] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 17.

[3] Esclareça-se que a tese parte da premissa que as práticas ESG são de implementação voluntária pelas companhias, pois, caso se tratasse de disposições legais cogentes, não haveria que se falar em "agenda ESG", mas tão somente de cumprimento ordinário da lei.

[4] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 226-237.

capaz de ressignificar o conceito de interesse social das companhias que adotem voluntariamente práticas ESG; e (vi) identificar possíveis repercussões da implementação de práticas ESG na responsabilidade dos administradores de companhia.

A pesquisa se caracterizou como jurídico-teórica e empírica, podendo ser classificada como exploratória e com cunho bibliográfico e documental, tendo sido utilizado o método dedutivo. Após estudar a evolução do conceito de interesse social e os fundamentos e práticas relacionadas ao ESG, foram formadas as relações lógicas para obter as conclusões relacionadas ao objeto da pesquisa, de forma a se identificar os impactos da implementação voluntária de práticas ESG no interesse social e na responsabilidade dos administradores de companhia. A pesquisa empírica, especificamente, se dedicou a entender qual o tratamento que vem sendo dado ao tema ESG pelas companhias abertas listadas no segmento denominado Novo Mercado da B3.

Para alcançar os objetivos propostos, o trabalho é organizado em cinco seções, além desta introdução e da conclusão.

Na primeira seção, é exposto o resultado do estudo sobre o conceito de interesse social, incluindo as teorias que buscam defini-lo e o debate em torno do *shareholderism* e *stakeholderism*, apresentando-se síntese a respeito do estado da arte do conceito de interesse social no Brasil.

A segunda seção se dedica aos aspectos teóricos do fenômeno ESG, abrangendo sua origem e evolução, análise de cada um dos temas que compõem o acrônimo (ambiental, social e governança), apresentação da multiplicidade de conceitos em torno do ESG e críticas ao fenômeno.

A terceira seção se ocupa dos aspectos práticos do fenômeno ESG, buscando apresentar como o tema é tratado sob o ponto de vista dos gestores de recursos financeiros e sob o ponto de vista da companhia, além de tratar das normas relacionadas ao tema ESG já existentes na regulação e na autorregulação. A terceira seção também contempla estudo empírico sobre companhias listadas no Novo Mercado da B3, no sentido de apurar seus métodos de aplicações dos múltiplos temas abrangidos pela pauta ESG.

A quarta seção se dedica à análise da modificação do interesse social nas companhias que adotam voluntariamente práticas ESG, abordando a alocação de recursos no cenário global e os incentivos para implantação de critérios ESG por companhias, a possibilidade de internalização de fatores ESG com objetivos de potencialização da geração de valor para acionistas e de controle de risco. Tal seção contempla importante conclusão parcial da tese, relacionada à necessária ressignificação do interesse social das “companhias ESG”.

Fixadas as hipóteses de ressignificação do interesse social nas companhias que adotam voluntariamente práticas ESG, a Seção 5 trata dos efeitos de tal ressignificação quanto à responsabilidade dos administradores de companhia, apresentando novas balizas para a aplicação da *business judgment rule* e hipóteses de incidência de responsabilidade relacionadas a questões ESG.

1 O CONCEITO JURÍDICO DE INTERESSE SOCIAL

No contexto em que a pauta ESG impõe crescente demanda de atenção aos fatores ambientais, sociais e de governança no exercício de atividade econômica, um importante conceito afeto ao direito societário (mais especificamente, ao direito das companhias) acaba sendo diretamente impactado, ao menos em relação às companhias que adotem voluntariamente as práticas ESG: o interesse social.

Antes de adentrar no estudo pormenorizado do interesse social, é importante diferenciá-lo de outros dois conceitos que lhe são naturalmente interligados, mas que com ele não se confundem: função social e responsabilidade social.[5]

O interesse social relaciona-se com a causa da constituição da sociedade e sua finalidade, seu propósito de existir.[6] Trata-se, em síntese, do interesse próprio da sociedade, que não necessariamente é o mesmo interesse dos seus sócios ou dos administradores. Não deve ser confundido, entretanto, com o objeto social, que diz respeito à atividade econômica por meio da qual a companhia se propõe a realizar seu fim.[7]

Objeto central desta seção, o conceito de interesse social será aprofundado nos tópicos seguintes. Por ora, limita-se a apresentar sua noção mais básica tão somente com o intuito de diferenciá-lo dos demais conceitos acima mencionados.

---

[5] Esclareça-se que o presente trabalho não tem qualquer pretensão de se aprofundar no estudo da função social da empresa ou da companhia, tema que foi objeto de densos estudos (vide, por todos, FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011). Propõe-se tão somente indicar seus elementos básicos, com o objetivo único de diferenciá-los (e ao mesmo tempo evidenciar suas interligações) dos conceitos de interesse social e responsabilidade social.

[6] O artigo 981 do Código Civil, tratando do conceito de sociedade (de forma geral) estabelece que "celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados", já apontando dois elementos que integram a finalidade de uma sociedade: exercício de atividade econômica e partilha dos lucros entre os sócios.

[7] Nesse sentido, Sérgio Campinho anotou que "o fim social (fim da companhia), como o de qualquer sociedade a partir do advento do Código Civil de 2002, é o da obtenção de lucro, mediante a execução do objeto social. O objeto social, por seu turno, consiste na atividade econômica de produção ou circulação de bens ou serviços realizada pela companhia, com o propósito de lucro (art. 2° da LSA c/c arts. 966, 981 e 982 do Código Civil). O objeto social é, desse modo, o conjunto de atividades econômicas que a sociedade explora ou pretende desenvolver, nos termos determinados no estatuto. A função primordial do objeto social é a de definir, portanto, o tipo de empresa ou atividade econômica a que a companhia irá se dedicar para atingir o seu intuito final que é, essencialmente, o de gerar lucros para os acionistas [...] (CAMPINHO, Sérgio. Art. 2º. 9. Interesse, fim e objeto social. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 47). Em trabalho dedicado ao estudo do objeto social, José Alexandre Tavares Guerreiro concluiu que "[...] considera-se o objeto social não em sentido abstrato (ou seja, não no sentido de qualquer atividade econômica de fim lucrativo) mas no sentido concreto (ou seja, no sentido de uma determinada atividade econômica convencionada ou instituída pelos sócios)" (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre a interpretação do objeto social. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, 1984, n. 54, p. 67-72, abr./jun. 1984. p. 67).

A função social, por sua vez, liga-se ao papel da empresa exercida pela sociedade empresária nas relações socioeconômicas, consistindo em desdobramento da função social da propriedade que, por sua vez, consiste na intervenção do Estado nas relações privadas com o objetivo de mitigar ou reparar contrastes econômicos, servindo como elemento de ponderação entre liberdade de iniciativa, propriedade privada e interesses da sociedade (aqui referida em seu sentido amplo), com vistas a promover justiça social.[8]

Em síntese, a função social possibilita que, ao lado dos atributos dos direitos subjetivos, existam também deveres que buscam tutelar interesses da coletividade. No ordenamento jurídico brasileiro, a Constituição Federal determina que "a propriedade atenderá sua função social" (artigo 5°, XXIII), bem como estabelece a função social da propriedade como princípio informador da ordem econômica (artigo 170, II).

Assim, o princípio da função social opera como fator de ponderação entre a liberdade plena da autonomia privada e a tutela dos interesses da coletividade, balizando a atividade legislativa infraconstitucional e a interpretação normativa.

Sob um enfoque mais pragmático, a função social da empresa dialoga com papel que se espera que tal entidade represente para a sociedade, o que inclui a "geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefício de todos", como se pode depreender da parte final da redação do artigo 49-A do Código Civil, sem, contudo, se afastar da geração de lucro que é o que, ao fim e ao cabo, faz com que investidores aloquem recursos em determinado empreendimento empresarial.

Sem dúvida, a função social da empresa também fundamenta a legislação e as regulamentações setoriais que impõem limitações ou deveres à prática empresarial com vistas a tutelar a coletividade, tais como normas de proteção ao meio-ambiente, tributárias, trabalhistas, regras de posturas municipais e regras específicas para determinados setores da economia, editadas pelos respectivos órgãos ou agências reguladoras.

A Lei n° 6.404/1976 impõe tanto ao acionista controlador quanto aos administradores o dever de orientar e conduzir as atividades da companhia para fazer com que a entidade cumpra sua função social.[9]

No âmbito da companhia aberta, a função social também compreende aspectos como o desenvolvimento do mercado de capitais como mecanismo eficiente de financiamento da

[8] FRAZÃO, Ana, op. cit., p. 93-102, *passim*.

[9] Note-se que o artigo 116, parágrafo único, da Lei n° 6.404/1976 determina que o acionista controlador "deve usar seu poder com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social", ao passo que o artigo 154 da mesma lei impõe ao administrador o dever de exercer suas atribuições no interesse da companhia, para que a entidade atinja seu fim, resguardando as exigências do bem público e da função social da empresa.

atividade empresária por meio da poupança popular (por vezes captada e gerida por agentes financeiros e entidades profissionais), o que justifica a intervenção estatal mediante normas protetivas aos acionistas minoritários e investidores em geral.

A responsabilidade social, por sua vez, consiste na adoção de ações com o objetivo de manutenção de bom relacionamento da companhia com a comunidade na qual opera e, em certa medida, como forma de compensação pelas consequências sociais de sua atuação. Vai além do cumprimento das obrigações legais imputáveis à companhia, consubstanciando ações voluntárias com forte carga de ética corporativa.

Embora diga respeito a práticas que não são exigíveis das companhias por norma cogente, têm (ou deveriam ter) como objetivo geração de valor a longo prazo, não se confundindo com ato de liberalidade puro e simples.

De acordo com Neil Jacoby, os administradores devem considerar o retorno de cada despesa relacionada à responsabilidade social corporativa para os lucros da companhia no longo prazo. Nas palavras do referido autor, devem ser considerados os seguintes aspectos:

> *Rational enterprise managers judge the yield of outlays for social purposes by their long-run effect upon profits. They measure the return on the "investment" in each social program. Each social outlay is tested by a cost/benefit analysis. Among the benefits may be a reduction in the costs of defending the firm's actions before the legislative or executive agencies of government, an avoidance of onerous government regulations, or a reduction in property damage at the hands of activists. Social pressure generates costs, the amount of which can be minimized by appropriate corporate outlays. When viewed in the perspective of our model, there is no conflict between profit maximization and corporate social activity*.[10]

Assim, ainda que determinada ação no campo da responsabilidade social aparente, em análise superficial, tratar-se de ato de liberalidade, deve ser analisada sob a ótica do retorno que gerará para a companhia (*e.g.* mitigar perda de mercado, retaliações por parte de consumidores, perda de mão de obra qualificada para concorrentes, desvalorização de propriedade imobiliária em razão da degradação do entorno ou região). Tal exercício está longe de ser fácil, mas é absolutamente necessário para justificar tais ações.

Para Ana Frazão e Angelo Prata de Carvalho, a responsabilidade social é um dos modos de concretização da função social da empresa, porquanto consiste em ações voluntárias

[10] JACOBY, Neil H. **Corporate power and social responsibility**. A blueprint for the future. New York: Macmillan, 1973. p. 196.

para participação no ambiente em que realizam suas operações e visam a implementação da solidariedade social que informa os valores constitucionais da ordem econômica.[11]

E é justamente o caráter espontâneo da responsabilidade social que o diferencia da função social, que, como já comentado, é princípio constitucional que legitima normas cogentes que impõem limitações à autonomia privada. Não obstante, tais conceitos possuem como elo de interligação a implementação da solidariedade social.

Reconhecendo a legitimidade de tais práticas, o artigo 154, § 4º, da Lei n° 6.404/1976 admite que o conselho de administração ou a diretoria possam 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".

O conceito de responsabilidade social é extremamente relevante para o presente trabalho, na medida em que as chamadas "práticas ESG" correspondem essencialmente a ações de responsabilidade social corporativa e podem operar modificação ou aprimoramento do interesse social, conforme será aprofundado na Seção 4 desta tese.

Feita essa distinção inicial, ao longo desta seção será demonstrado como a função social e a responsabilidade social se interrelacionam com o interesse social, que é o objeto de estudo.

Mas, o que afinal é o interesse social?

Sua definição não é tarefa fácil, muito pelo contrário. Renato Ventura Ribeiro coloca o interesse social como "tema complexo, polêmico, central e fundamental",[12] dotado de contornos práticos essenciais e caros ao direito das companhias, ao passo que Marcelo Adamek reconhece que "a definição do conceito de interesse social, como se sabe, constitui um dos principais problemas de direito societário nos sistemas jurídicos que o adotam".[13]

De acordo com João Pedro Scalzilli, o interesse social é a "razão de ser" das companhias.[14] Com efeito, a ideia de que a companhia possui um interesse próprio, o qual pode ser diverso do interesse de seus acionistas e do de seus administradores, encontra-se bastante sedimentada.

No Brasil, inclusive, desde 1976, com a entrada em vigor da Lei n° 6.404/1976, ficou ainda mais evidente a noção de interesse próprio da companhia, como se pode notar de regras

---

[11] FRAZÃO, Ana. CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. Responsabilidade social empresarial. In: FRAZÃO, Ana (Org.). **Constituição, empresa e mercado**. Brasília: UnB, 2017. p. 201.

[12] RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 105.

[13] ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 140.

[14] SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de capitais** – ofertas hostis e técnicas de defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 52.

que disciplinam: (i) o exercício do direito de voto;[15] (ii) modalidades de exercício abusivo de poder controle;[16] (iii) solução de impasse decorrente de deliberação pela assembleia geral;[17] (iv) requisitos de elegibilidade para cargo da administração da companhia;[18] (v) deveres impostos aos administradores;[19] (vi) responsabilidade dos administradores;[20] (vii) a competência do conselho fiscal e deveres dos seus membros;[21] e (viii) operações de reorganização societária.[22]

No que diz respeito especificamente à evidência de dissociação entre o interesse do acionista controlador e o interesse da companhia, o artigo 116 da Lei n° 6.404/1976 contempla expressa previsão de que o acionista controlador deve conduzir a companhia a realizar o seu objeto e cumprir sua função social, bem como "tem deveres e responsabilidades

---

[15] O artigo 115 da Lei n° 6.404/1976 estabelece que "o acionista deve exercer o direito de voto **no interesse da companhia** [...]"; o parágrafo primeiro do mesmo artigo impede o voto do acionista que tiver "**interesse conflitante com o da companhia**". (grifos acrescentados)

[16] O parágrafo primeiro do artigo 117 da Lei n° 6.404/1976 exemplifica as seguintes modalidades de exercício abusivo do poder de controle, que evidenciam o interesse social distinto do interesse do acionista controlador: "§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: [...] c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o **interesse da companhia** e visem a **causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia**; [...] e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, **contra o interesse da companhia**, sua ratificação pela assembléia-geral; [...]". (grifos acrescentados)

[17] O parágrafo segundo do artigo 129 da Lei n° 6.404/1976 (que trata do quórum ordinário para aprovação das deliberações pela assembleia geral) estabelece que: "§ 2º. No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembléia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, **no interesse da companhia**".

[18] O parágrafo terceiro do artigo 147 da Lei n° 6.404/1976 veda eleição, para o cargo de membro do conselho de administração daquele que "II – tiver **interesse conflitante com a sociedade**", podendo a assembleia geral aprovar a dispensa de tal vedação. (grifos acrescentados)

[19] O parágrafo primeiro do artigo 154 da Lei n° 6.404/1976 determina que o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas não pode deixar os deveres a ele impostos em razão do cargo que ocupa, ainda que para a defesa do grupo que o elegeu. O artigo 156 veda ao administrador intervir "em qualquer operação social em que tiver **interesse conflitante com o da companhia**", enquanto o artigo 157 (que trata do dever de informar), autoriza os administradores a se recusarem a prestar informações sobre atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia à assembleia geral ou a divulgar fato relevante que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, quando entenderem que tal revelação "porá em risco **interesse legítimo da companhia**".

[20] O parágrafo sexto do artigo 159 da Lei n° 6.404/1976 admite expressamente que "o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao **interesse da companhia**".

[21] O artigo 163 da Lei n° 6.404/1976 trata das competências do conselho fiscal. Dentre elas, "IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos **interesses da companhia**, à assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia". No que diz respeito aos deveres dos membros do conselho fiscal, o parágrafo primeiro do artigo 165 determina que "os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo **interesse da companhia** [...]".

[22] De acordo com o artigo 225 da Lei n° 6.404/1976, "as operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos: I – os motivos ou fins da operação, e o **interesse da companhia** na sua realização; [...]".

para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".

Ou seja, ainda que tratando de dever do acionista controlador, a lei reconhece que a companhia possui interesse próprio e esse interesse, além da consecução do objeto social, deve levar em conta os colaboradores e a comunidade em que atua.

O reconhecimento da existência de interesse próprio da companhia se deu a partir do desenvolvimento e aperfeiçoamento de diversas teorias acerca do tema, dentre as quais se destacam a contratualista, objeto de aprofundado estudo pelo jurista italiano Pier Giusto Jaeger, e a institucionalista, idealizada por Walther Rathenau na Alemanha pós-primeira guerra mundial.

A concepção clássica da teoria contratualista era a de que o interesse da sociedade se confunde com o interesse dos sócios "atuais" (*uti socii*), os quais visam à maximização do lucro e a sua consequente distribuição.[23]

Essa visão contratualista inicial, contudo, é tida pela doutrina como uma concepção clássica, a qual considera apenas os interesses dos sócios "atuais" (i.e., no momento então considerado).

A teoria contratualista evoluiu no sentido de que devem ser considerados não apenas os interesses dos acionistas "atuais", mas também o dos futuros acionistas. Assim, o foco passou a ser a maximização do valor da empresa, de modo que a monetização pelo acionista se dê por meio do preço de venda de suas ações (e não mais por meio maximização dos lucros para imediata distribuição).[24]

Cabe notar que o próprio Pier Giusto Jaeger revisitou sua teoria 40 anos após a publicação de sua obra clássica, incorporando essa nova visão de criação de valor para o acionista (em contraposição à mera maximização dos lucros para imediata distribuição).[25]

De outro lado, ganhou corpo na Alemanha pós-primeira grande guerra, a teoria institucionalista, idealizada por Walther Rathenau, para quem a companhia é uma instituição não redutível ao interesse dos sócios e, portanto, deve traduzir também interesse público.[26]-[27]

---

[23] JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972, *passim*.
[24] SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 45-46.
[25] JAEGER, Pier Giusto. Interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**. vol. 27, fascículo 6. Milão: Giuffrè Editore. p. 795-812, 2000, *passim*.
[26] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 49.
[27] Deve-se registrar, contudo, que segundo Fábio Konder Comparato, o institucionalismo se originou a partir de decisões do direito anglo-saxão que confirmaram decisões de administradores de companhias que se recusaram a cumprir deliberações da assembleia geral, sob a justificativa de que prejudicariam o interesse da companhia. (COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. p. 48).

O institucionalismo alemão foi incorporado à lei de sociedades por ações daquele país (*Aktiengesetz*) em 1937, mas perdeu espaço com a reforma da lei em 1965. No período de prevalência do institucionalismo, atribuiu-se maior relevância ao conselho de administração em detrimento da assembleia geral, assegurando-se a participação dos trabalhadores nos órgãos de administração das companhias, bem como resguardou-se interesses da coletividade.[28]

Francesco Galgano comentou que a ideia por trás da lei alemã de 1937 partia da premissa de que não era a finalidade da companhia agir de acordo com o interesse egoístico dos sócios, mas sim realizar interesse além do mero interesse dos sócios, ou seja, o próprio interesse da companhia, alinhado ao interesse da coletividade nacional e, quiçá, da humanidade.[29]

Nos Estados Unidos, com o desenvolvimento da teoria da *Big Corporation*, uma versão mais moderada do institucionalismo buscou ampliar o conceito de interesse social, sem, contudo, reduzi-lo ao interesse público em detrimento do interesse privado. Na visão defendida por Merrick Dodd, as responsabilidades dos administradores seriam "mais amplas do que as de meros *trustees*, abrangendo também as de natureza social".[30]

Por seu turno, Alfred Berle defendia, então, o entendimento de que a administração da companhia deveria ser orientada para a maximização do lucro, em benefício do acionista.[31] O debate acadêmico travado entre Dodd e Berle iniciou dicotomia doutrinária que ficou conhecida como "*shareholderism vs. stakeholderism*" (ou capitalismo de acionistas *versus* capitalismo de *stakeholders*), tendo tal debate ganhado novos contornos contemporaneamente, como será explorado na Seção 1.3.

No Brasil, a partir de 1976, a Lei das S.A. buscou proporcionar à sociedade anônima maior facilidade para captação de recursos no mercado de capitais. Para se atingir tal objetivo, buscou delimitar os poderes e os deveres tanto do acionista controlador (artigos 116 e 117) quanto dos administradores de companhia (artigos 153 a 157). Nesse contexto, o já mencionado comando do artigo 116, parágrafo único, ganhou relevo.

---

[28] Cabe registrar a crítica de Ana Frazão e Angelo Prata de Carvalho, para quem o modelo de cogestão, com participação dos trabalhadores "internaliza os interesses dos trabalhadores, embora não enderece os interesses dos diversos outros *stakeholders* a serem considerados" (FRAZÃO, Ana. CARVALHO, Angelo Gamba Prata de, op. cit., p. 206).

[29] GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell''Economia**. Padova: Cedam, 1984. p. 36.

[30] FRAZÃO, Ana, op. cit., p. 124-125.

[31] BERLE JR., Adolf A. Corporate powers as powers in trust. **Harvard Law Review**, v. 44. p. 1049-1074, 1931, *passim*.

Calixto Salomão Filho aponta dúvida sobre a eficácia de tal dispositivo, tendo em vista que não está diretamente ancorado por regras organizativas internas da companhia bem definidas, além de que, em paralelo a tal "declaração de princípios", seguiram-se dispositivos de aplicação prática com natureza claramente contratualista, dando como exemplos as disciplinas do acordo de acionistas (artigo 118) e da oferta pública para fechamento de capital (artigo 4º, § 4°).[32]

Por seu turno, Ana Frazão ressalta a importância de o legislador de 1976 ter utilizado a expressão "interesse da companhia" em diversas passagens, distinguindo-o do interesse dos acionistas. Admite, contudo, que ainda recai relevante controvérsia sobre a abrangência de preocupações sociais (em sentido amplo) pelo interesse social.[33]

Nota-se, por conseguinte, que existe convergência da doutrina especializada quanto às dúvidas sobre a eficácia da disposição contida no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A. como balizadora do interesse social, razão pela qual será empreendida nesta primeira seção uma análise detalhada sobre o tema, revisitando as matrizes teóricas do contratualismo e do institucionalismo, bem como sua projeção para o recente debate em torno das concepções de *shareholderism* e *stakeholderism* e, finalmente, para a formulação do conceito de interesse social no Brasil.

Como se verá, essa análise é fundamental para a delimitação do conceito de interesse social adotado nos tempos atuais, a partir do qual se analisará se tal conceito é ressignificado a partir da adoção voluntária de práticas ESG por companhia.

1.1 A teoria contratualista

Desenvolvida em pormenores pela doutrina e pela jurisprudência italianas, a teoria contratualista tem como fundamento a ideia de que o interesse social equivale ao interesse dos sócios, haja vista que a companhia não seria uma instituição (ao contrário do que defendem os partidários das teorias institucionalistas), mas sim uma relação contratual que não abrange outro interesse além daquele das partes contratantes. Esse é o eixo que liga as várias acepções contratualistas para a determinação do interesse social.[34–35]

---

[32] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 57.
[33] FRAZÃO, Ana, op. cit., p. 127.
[34] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 41-59, *passim*.
[35] Fazendo referência a Cottino, Modesto Carvalhosa registra o reflexo da teoria contratualista na jurisprudência italiana da seguinte forma: "Quanto a este último, que é preponderante, cabe à maioria dos acionistas traçar os caminhos que serão seguidos pela sociedade, tendo como único limite aquilo que seus membros deliberarem *uti*

Para uma vertente da teoria contratualista, o interesse social da companhia diz respeito ao interesse comum dos acionistas – na posição de acionistas – não podendo ser levados em consideração interesses outros (individuais ou coletivos dos acionistas) estranhos à sociedade (interesses extrassociais). Assim, o interesse social liga-se ao interesse comum dos acionistas enquanto tais, em razão de sua posição jurídica em relação à companhia.[36]

A prevalência do contratualismo como corrente justificadora do conteúdo do interesse social no século XIX pode ser explicada, segundo Ana Frazão, pelo próprio contexto histórico, pois o fenômeno "empresa" era então analisado muito mais sob as lentes econômicas do que as jurídicas. O direito comercial estava na chamada fase dos atos de comércio, de modo que a "empresa era considerada uma sucessão de atos de comércio sem identidade própria ou definida por meio de referências a categorias tradicionais, como o contrato e o condomínio".[37]

Assim, o exercício de atividade empresarial pela sociedade anônima não era suficiente para determinar com precisão qual seria o interesse social que deveria ser perseguido pela companhia, pois todos os conceitos jurídicos do fenômeno "empresa" (como as categorias contrato, propriedade, ato de comércio e personalidade jurídica) não eram estruturados a partir dessa referência de interesse social.

Em sua acepção clássica, tal qual originalmente defendida por Jaeger,[38] o interesse social corresponderia ao interesse dos sócios e seria o de maximizar os lucros da sociedade para distribui-los aos sócios, sendo necessário enfatizar que os sócios a serem considerados seriam apenas "os atuais" (isto é, aqueles que ostentassem a posição de sócio no momento então considerado).

Nesse contexto, a assembleia geral era um órgão dotado de poder absoluto na definição do interesse social e da própria organização da companhia, direcionando todos os elementos que circundavam a sociedade anônima (por exemplo, a ideia de liberdade de iniciativa e o patrimônio social) apenas para o proveito dos acionistas, registrando-se que os únicos limites seriam aqueles expressamente previstos na legislação.[39]

---

socii, não havendo, portanto, interferência das finalidades extrassociais. Essa colocação refletiu-se na jurisprudência italiana, já sob a égide do Código Civil de 1942, a qual, partindo da posição de que seriam considerados válidos os acordos não contrários ao interesse social, vai além, admitindo que o voto pode visar não apenas atendê-lo, mas também ao interesse pessoal do próprio acionista" (CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 132-133).

[36] ESTACA, José Nuno Marques. **O interesse da sociedade nas deliberações sociais**. Coimbra: Almedina, 2003. p. 106-107.

[37] FRAZÃO, Ana, op. cit., p. 63.

[38] JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972, *passim*.

[39] Na esteira desse raciocínio, Ana Frazão registrou que: "Se as liberdades e os direitos subjetivos, dentro dos limites que haviam sido previamente fixados pela lei, eram considerados absolutos, não havia óbice, portanto, a

Nesse sentido, Jaeger[40] identifica que as doutrinas contratualistas devem ser examinadas a partir de três prismas ou problemas fundamentais: (i) delimitação da definição de interesse social como interesse comum dos sócios; (ii) de que maneira essa definição de interesse social impacta as deliberações societárias; e (iii) delimitação da extensão de eventual intervenção do Poder Judiciário nas deliberações assembleares.

Sobre o primeiro problema, Erasmo Valladão aponta que o interesse social, enquanto interesse comum dos sócios, possui especificidade, à medida que decorre necessariamente da posição de sócio: "[...] não se identifica com outros interesses comuns dos sócios, nem representa uma somatória dos seus direitos individuais, mas é um interesse *ex causa societatis*, decorrente do seu *status socii*".[41]

No que diz respeito ao papel que o conceito de interesse social deve exercer quando aplicado ao tema das deliberações assembleares, investiga-se, particularmente, a questão do exercício do direito de voto. Sobre o tema, as doutrinas contratualistas se dividem entre aquelas que entendem o voto como instrumento de realização do interesse social e aquelas que compreendem o voto como direito subjetivo.

No primeiro caso, atribui-se ao sócio o dever jurídico de exercer seu voto na persecução do interesse social, que seria, em última análise, um interesse coletivo, porquanto pertencente a todos os sócios. O interesse social seria, portanto, um limite funcional, entendido como um poder que produz efeitos sobre a esfera de outrem.

Já no segundo caso, ao contrário, o interesse social "não parte do interesse típico do sócio como tal, mas antes da relação de solidariedade entre os interesses individuais dos sócios",[42] configurando uma espécie de limite externo ao exercício do voto, pois o sócio teria

---

que as sociedades empresárias se dedicassem às suas finalidades econômicas em toda a intensidade possível, sem que houvesse qualquer outro interesse que pudesse pautar suas condutas além da obtenção de lucros para os acionistas" (FRAZÃO, Ana, op. cit., p. 64-66).

[40] Merecem destaque as seguintes palavras do autor: "*In primo luogo, come vedremo fra poco, quella stessa definizione assume nel pensiero degli autori che la accettano significati notevolmente diversi; inoltre la dottrina non è meno divisa sul punto del ruolo da riconoscersi, nella disciplina positiva, al concetto di interesse sociale comunque identificato, nel quali taluni scrittori vedono l'elemento teleologico cui si deve dirigere l'attività degli organi sociali e dei soci, che altri invece considerano un limite al generalmente libero perseguimento di scopi personali da parte degli azionisti, e di cui altri ancora riducono la rilevanza a determinati casi fissati dalla legge. Infine, sotto un terzo profilo, si possono notare diversità e contrasti di opinioni circa la possibilità di sottoporre a controllo la concreta valutazione di tale interesse compiuta dall'assemblea dei soci o dal consiglio di administrazione, e di sostituirla con una diversa valutazione demandata al giudice, allo scopo di decidere sulla validità o sull'invalidità delle deliberazioni relative. Questi tre problemi, o, se si prefereisce, questi tre aspetti di un unico problema, si combinano e si confondono nelle espressioni dottrinali, cosicchè non è facile tracciare fra di esse delle distinzioni sempre nette e precise*" (JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 86).

[41] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 43.

[42] ESTACA, José Nuno Marques, op. cit., p. 111.

liberdade para perseguir outros interesses, desde que não contrastantes com o interesse comum dos sócios.[43]

Quanto ao controle jurisdicional das deliberações assembleares, a doutrina contratualista[44] tende a entender tal possibilidade de maneira restrita, sob a argumentação de que, em contexto de economia de mercado, é necessário preservar a autonomia das companhias na condução de sua atividade econômica, bem como de que o magistrado não seria a figura tecnicamente preparada para realizar uma avaliação de mérito sobre as decisões tomadas em âmbito negocial.

A restrição deve ser entendida da seguinte forma: admite-se a ideia de um controle de mérito pelo Poder Judiciário desde que o mesmo seja direcionado à averiguação de eventual vício de legitimidade.[45]

De acordo com a análise de Calixto Salomão Filho, Jaeger defende que o conceito de interesse social possui natureza concreta (e não abstrata),[46] ou seja, sujeito a definição somente quando "comparado com o interesse do sócio para aplicação das regras sobre conflito de interesses".[47] A concretude do conceito de interesse social decorreria, na verdade, das acepções (i) do contrato social enquanto contrato de execução continuada; e (ii) do interesse social enquanto interesse do grupo de sócios; justificando-se, assim, a possibilidade de constante revisão e eventual desconsideração do interesse social na hipótese de ser uma decisão unanime dos sócios.

Posteriormente, a teoria contratualista ganhou novos contornos, dando origem ao que se convencionou chamar de contratualismo moderno. Nesse movimento, concebeu-se a noção de que o interesse social não poderia estar adstrito apenas à consideração dos interesses dos

---

[43] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 51.

[44] Cumpre registrar que Jaeger sinaliza que a maior parte da doutrina compreende a possibilidade de reexame de mérito das decisões assembleares como restrita, a saber: "*Perciò la maggiore parte degli scrittori tende a restringere la possibilità di un riesame nel merito delle deliberazioni assembleari (50), e un'uguale tendenza sembra si possa riscontrare nelle decisioni giudiziarie che hanno, più o meno esplicitamente, ammeso il principio dell'annullabilità delle delibere per eccesso di potere (51)*" (JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 109). O autor faz referência, na nota n. 50, à abordagem de Alberto Asquini sobre a questão, qual seja: "*Non mi preoccupa la conseguenza che com la posizione qui assunta in tema di conflitto di interessi si possa ammetere un sindicato dell'autorità giudiziaria anche sul motivo del voto e sul merito della deliberazione*." (ASQUINI, Alberto. Il battelli del Reno. In: AA. VV. **Studi giuridici in memoria di Filippo Vassalli**. vol. I. Torino: UTET, 1960. p. 132).

[45] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 52-53.

[46] Dentro da corrente contratualista clássica italiana também é possível encontrar o argumento de que o interesse social seria abstrato e típico, qual seja, o interesse de que os lucros sejam maximizados. A justificativa para tal redução da definição de interesse social reside no temor de que, diante de uma ausência de definição positiva, haveria espaço para eventual interferência judicial no que tange à determinação dos contornos do interesse social. Nesse sentido, v. GAMBINO, A. **Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni**. Milão: Giuffrè Editore, 1987. p. 216 e SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 43.

[47] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 43.

acionistas "atuais", devendo, ao contrário, encampar também os interesses dos futuros acionistas.

Consequentemente, o núcleo do interesse social na acepção moderna do contratualismo passa a ser a maximização do valor da empresa, com reflexo direto na monetização da participação societária pelo acionista: o parâmetro deixa de ser o da maximização dos lucros para imediata distribuição e passa a ser o do preço de venda das ações.

Essa maximização do valor das ações do acionista (para efeitos de venda) – *shareholder value* – foi, inclusive, incorporada à teoria contratualista pelo próprio Jaeger.

Revisitando seus estudos 40 anos após a publicação de sua obra de referência, o autor italiano passou a identificar a teoria do *shareholder value*[48] como a mais radical dentre as concepções contratualistas.

Assim, Jaeger passou a entender que o interesse social seria plenamente identificado com o interesse dos acionistas no aumento do valor de suas ações, sem possibilidade de conciliação com outros interesses. Trata-se, portanto, de interesse exclusivo dos acionistas, entendidos como grupo (o grupo de sujeitos que ostentam a posição de acionistas no momento considerado para a análise).[49]

No entanto, a integração entre o direito societário e o mercado financeiro teve por efeito minar a sobrevivência da acepção contratualista clássica, pois não seria possível deixar de reconhecer que o interesse da companhia aberta não pode nem deve ser definido exclusivamente em função do grupo de acionistas atuais, conforme a formulação original de Jaeger.

Empreendendo a análise sob o ponto de vista teórico, Salomão Filho critica a nova perspectiva contratualista (no sentido de identificar o interesse social com a obtenção do *shareholder value*) tanto em seus reflexos teóricos quanto práticos, sustentando que o resultado é ainda mais determinista do que o alcançado pela versão clássica, em razão de tal predefinição do interesse social impedir qualquer influência dos órgãos sociais sobre ele.

---

[48] Jaeger atribui particular relevância à noção de *shareholder value* no que tange à evolução do direito societário e do mercado financeiro, bem como à determinação do interesse social como abrangente dos interesses dos futuros acionistas, ao sintetizar que "*Esso corresponde all'objettivo di <<massimizzare>> il valore attuale delle azioni che compongono il <<pacchetto azionario>> dela società [...] È, conseguentemente, del tutto naturale che lo Shareholder Value sia individuato e definito nell'ambito di una prospettiva di lungo o, almeno, di médio termine*" (JAEGER, Pier Giusto. Interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**. vol. 27, fascículo 6. Milão: Giuffrè Editore, p. 795-812, 2000. p. 804-805).

[49] JAEGER, Pier Giusto. Interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**. vol. 27, fascículo 6. Milão: Giuffrè Editore, p. 795-812, 2000. p. 811.

Em última análise, tal versão teria a capacidade de operar verdadeiro engessamento no desenvolvimento do direito societário. Por seu turno, sob uma perspectiva prática, o reflexo imediato seria o da criação de um "estímulo à busca desenfreada de aumento do valor de venda das ações por todos os agentes do mercado".[50]

Nesse sentido, observa-se um terreno fértil para o desenvolvimento de concepções pautadas na teoria do *shareholder value* como base de compreensão para o interesse social, sobretudo as que consideram como parâmetro a maximização do valor das ações em uma janela de curto prazo.

Por conseguinte, embora o chamado *short-termism* possua ampla aceitação no ambiente corporativo, especialmente por propiciar uma orientação bem definida para a condução da gestão empresarial (o que se traduziria em benefícios como simplicidade, segurança jurídica e transparência), também produz, como efeito negativo, a criação de "incentivos para a excessiva assunção de riscos (*excessive risk-taking*), na medida em que a *shareholder revolution* faz com que CEOs busquem retornos a curto prazo de qualquer jeito, mesmo às custas de consequências nefastas".[51]

É importante observar que o contratualismo não passou incólume às críticas. Mesmo durante o século XIX, em que foi a teoria dominante, a pulverização da base acionária das companhias – tanto em quantidade como em perfil – culminava na existência de uma diversidade de interesses dos acionistas. Além disso, o desenvolvimento doutrinário acerca da pessoa jurídica e da empresa foram trazendo à baila as fragilidades do contratualismo, posto que o interesse coletivo, como elemento justificador das pessoas jurídicas, não poderia estar restrito à mera soma dos interesses individuais dos sócios.[52]

Em contraposição ao contratualismo, desenvolveram-se teorias institucionalistas, as quais procuraram observar e delimitar o fenômeno do interesse social a partir de uma perspectiva ampliativa, que levasse em consideração outros aspectos além da distribuição de lucros aos acionistas ou aumento do valor de empresa para o acionista: o interesse social analisado como interesse da própria companhia e não como interesse exclusivo dos acionistas,[53] conforme será melhor analisado na próxima seção.

---

[50] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 47.

[51] FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 79-109, dez. 2021. p. 83.

[52] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 119-120.

[53] Sobre o rito de passagem entre o contratualismo e o institucionalismo como paradigma para a delimitação do interesse social, Fábio Konder Comparato chama atenção para o pioneirismo do direito anglo-saxão ainda no início do século XX, através de jurisprudência favorável aos diretores que se recusavam a cumprir determinadas

1.2 A teoria institucionalista

O fenômeno da concentração industrial originado no fim do século XIX tem intrínseca relação com o desenvolvimento da teoria institucionalista. Isso porque tal processo culminou na formação das grandes companhias e suas respectivas empresas, cujas dimensão e complexidade em termos econômicos, políticos e sociais eram substancialmente distintas daquilo que se conhecia até então e cujos administradores exerciam o controle empresarial de fato, em razão de a propriedade das ações estar pulverizada dentre grande número de acionistas.[54]

Consequentemente, surgiu a ideia de que aquelas grandes companhias teriam ultrapassado as fronteiras da esfera contratual privada na qual se originaram, passando a atingir o plano do interesse público. Assim, haveria um interesse geral no funcionamento das macroempresas. Em conexão com sua função social,[55] o interesse social não estaria restrito aos interesses dos acionistas, notadamente, a mera percepção de lucros ou aumento do valor da empresa.

Calixto Salomão Filho divide a teoria institucionalista em duas vertentes: (i) institucionalismo publicista e (ii) institucionalismo integracionista ou organizativo.[56]

O institucionalismo publicista encontra suas raízes na doutrina do *Unternehmen an sich* ("empresa em si"), desenvolvida por Walther Rathenau no período histórico identificado como o primeiro pós-guerra.

No contexto de grave crise econômica vivenciada pela Alemanha após o fim da Primeira Guerra Mundial, justificou-se a ideia de que grandes companhias que exerciam atividade econômica seriam instrumentos para o renascimento da economia daquele país, na

---

decisões da assembleia que julgavam ser prejudiciais aos interesses da empresa (COMPARATO, Fábio Konder, op. cit., p. 48). Na esteira desse raciocínio, Ana Frazão comenta que, como decorrência lógica, um dos desdobramentos do institucionalismo foi justamente a ideia de que deveriam ser concedidos maiores poderes aos administradores, em detrimento da assembleia. Finalmente, a despeito da importância da jurisprudência anglo-saxã destacada por Comparato, foi na Alemanha que o institucionalismo enquanto concepção ganhou seus contornos mais relevantes, sobretudo a partir da obra de Walther Rathenau (FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 122).

[54] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Natureza jurídica da companhia. **Revista de Direito Renovar**, n. 12, p. 105-120, set./dez. 1998. p. 112.

[55] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 121-122.

[56] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 44-51.

medida em que "a empresa deveria atender ao bem dos empregados, ao interesse comum do povo e também aos do *Reich*".[57]

A fim de que isso fosse possível, haveria necessidade de deixar a companhia livre para a persecução de seus fins, os quais se traduziriam na construção da riqueza para a coletividade, na criação de empregos e na melhoria da técnica e do progresso científico para benefício de todos.

A concepção de interesse social como algo não redutível ao interesse dos acionistas (ao contrário, segundo a teoria institucionalista era afeto ao interesse público), portanto, serviu de base justificadora para as propostas de intervenção estatal nas sociedades por ações.[58]

Walther Rathenau foi um empresário, filósofo, sociólogo e sua obra *Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung*, publicada em 1917, foi o pilar de desenvolvimento das teorias institucionalistas a respeito das companhias, as quais foram formuladas ao longo do século XX. Em síntese, algumas conclusões fundamentais de Rathenau foram: (i) a questão da "substituição de conteúdo"; (ii) a questão da perda de significado da figura do grande acionista; (iii) a questão da formação do fenômeno dos grupos; (iv) a companhia como mola propulsora da pesquisa técnica; e, finalmente (v) a necessidade de conferir uma visão publicística da grande empresa.

No que tange à "substituição de conteúdo", Rathenau identificava uma inconsistência entre o modelo de regulação jurídica da sociedade anônima vigente à época e o fenômeno sociedade anônima que se mostrava na realidade, o qual era substancialmente diverso daquele existente no início do processo de transição para o estabelecimento das economias de matriz preponderantemente industrial. Como reflexo, apontava que "a administração das grandes empresas superava, em vários aspectos, a de pequenos Estados [...] não é mais uma organização de direito privado, mas um fator da economia nacional, a serviço de interesses públicos".[59] Não obstante, o ordenamento jurídico não havia, ainda, compreendido essa mudança.

---

[57] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 123.

[58] PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., p. 112. No mesmo sentido, aponta Fábio Comparato que essa formulação institucionalista publicista, ao deixar de considerar o lucro como vetor da atividade econômica, culmina no fenômeno da publicização da sociedade anônima (COMPARATO, Fábio Konder, op. cit., p. 59). Sobre o tema, também interessa o entendimento de Modesto Carvalhosa, para quem a tácita publicização operada pelas razões aqui expostas permite concluir que tal teoria "contém um germe destruidor do instituto da sociedade anônima, enquanto típico instrumento da iniciativa privada" (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II. p. 481).

[59] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 28.

A figura do acionista titular de participação majoritária relevante perdia importância em função da ideia de pulverização da propriedade em ações no mercado, introduzindo a percepção de que nem sempre ser um grande acionista significaria participar da administração da companhia.

Outro aspecto de relevância seria o processo de formação de outras empresas a partir da macroempresa, isto é, o fenômeno atualmente conhecido como grupo empresarial.

A macroempresa também assumiria papel preponderante no progresso técnico e científico,[60] ao estabelecer grandes estruturas de pesquisa e desenvolvimento de produtos e processos, concentrando as atividades de inovação e fazendo com que as figuras do cientista e do inventor independente perdessem importância.[61]

A observação do fenômeno da grande companhia permitiu que Rathenau empreendesse as conclusões acima referidas, que serviram de fundamento para a construção de uma abordagem publicística da macroempresa, apoiada na proposição de que sociedade anônima deveria ter um modelo legal inspirado na estrutura constitucional do próprio Estado.

Ademais, tal proposta veio acompanhada de críticas contundentes à legislação que tratava do instituto à época, sob o argumento de que era um regramento excessivamente favorável ao interesse egoístico dos acionistas minoritários. Indicava, ainda, como caminho ideal o estabelecimento de mecanismos de fortalecimento dos poderes da administração, que deveria ter autonomia para conduzir a direção da companhia na persecução de seus próprios fins.[62]

---

[60] Sobre o tema da trajetória da inovação e de sua importância para o posicionamento das economias nacionais na fronteira tecnológica após o advento da 1ª Revolução Industrial na Grã-Bretanha, descreve Raphaela Portilho: "Schumpeter reconheceu uma mudança no que tange ao locus da inovação: de indivíduos (empreendedores/ empresários) para laboratórios industriais de P&D, argumentando que a inovação em si havia sido rotinizada. Conforme Freeman (1995), esses laboratórios de P&D, que representam a maior inovação institucional do departamento interno de P&D industrial, surgiram no âmbito do setor químico, particularmente na Alemanha, posteriormente se espalhando para outros setores industriais e países. Notadamente, não se pode argumentar que esse foi o início das atividades de inovação de produto e processo pelas sociedades empresárias, uma vez que elas já se manifestavam por mais de um século antes disso, mas a indústria alemã de tintas foi a primeira a perceber o potencial de lucratividade em enquadrar a atividade de pesquisa por novos produtos e de desenvolvimento de novos processos químicos enquanto negócio, segundo parâmetros de regularidade, sistematização e profissionalismo" (PORTILHO, Raphaela M. R. **A interação entre empresários e universidades para pesquisa, desenvolvimento e inovação: possível aplicação e efetividade dos *Lambert Agreements* no Brasil. 2020**. 370 f. Tese (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Rio de Janeiro, 2020. p. 30). No mesmo sentido, recorre-se à lição de Manuel Castells: "De fato, laboratórios de P&D apareceram pela primeira vez na indústria química alemã nas últimas décadas do século XIX" (CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. 17. ed. São Paulo: Paz e Terra, 2016. p. 88).

[61] Cabe ressaltar o comentário de Bulhões Pedreira a respeito da melhoria da técnica e do favorecimento do progresso científico em sintonia com a finalidade da empresa na perspectiva da teoria institucionalista: "Para isso precisaria destinar seus lucros ao investimento e à pesquisa, e os pequenos acionistas seriam os inimigos mais perigosos da empresa: o slogan dos autores da teoria era a necessidade de defender a empresa contra seus proprietários" (PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., p. 112).

[62] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 29.

É importante observar que Rathenau identificou o termo empresa com a grande sociedade anônima, pois utiliza sem diferenciação os termos *Aktiengesellschaft* e *Unternehmen*. Daí reside a crítica de que o termo empresa foi utilizado de maneira atécnica pelo autor.[63]

Segundo Calixto Salomão Filho, uma vez que a origem da teoria institucionalista é econômica e não jurídica, não houve uma preocupação refinada com a elaboração de conceitos teóricos na transposição dessa formulação para o plano jurídico.[64] Há, inclusive, uma divergência doutrinária: é possível encontrar tanto autores sustentando uma coincidência entre o termo "empresa" utilizado por Rathenau e a sociedade por ações quanto autores afirmando que seria um conceito jurídico autônomo e externo ao de sociedade, traduzida nas correntes da "pessoa em si" e da "empresa em si", respectivamente.

Independentemente desse debate, Salomão Filho defende que o emprego do termo *Unternehmen* permite a identificação de uma instituição que não seria redutível ao interesse dos sócios, fazendo referência, ainda, ao emprego atual do termo *Gesellschaftsinteresse* (que pode ser traduzido como "interesse da sociedade") na identificação dos interesses dos sócios e do termo *Unternehmeninteresse* (o qual pode ser traduzido como "interesse da empresa") para identificar o interesse social.[65]

Ainda segundo o autor, "a construção da teoria de Rathenau é dirigida a traduzir em termos jurídicos a função econômica, de interesse público e não meramente privado, da macroempresa".[66] Para tanto, o principal instrumento foi a valorização do órgão de administração da sociedade por ações, o qual desempenharia um papel neutro na defesa do interesse da empresa (*Unternehmeninteresse*), em detrimento da relevância da assembleia geral.

---

[63] Nesse sentido, a imprecisão do conceito de empresa empregado por Rathenau e os adeptos de sua teoria levou à elaboração de uma segunda corrente institucionalista alemã. Em oposição à primeira corrente da "empresa em si", surgiu a da "pessoa jurídica em si", cuja formulação identificava "na sociedade por ações, enquanto pessoa jurídica, um interesse público, que não coincide com o dos sócios, e é superior a estes" (PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., p. 112). Sobre as vertentes da teoria institucionalista, ver também JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 30-83.

[64] Sobre esse particular, retomando a lição de Solá Cañizares, para quem (i) não haveria ainda uma formulação jurídica apta a substituir a conceituação contratualista da companhia e (ii) a classificação da companhia como instituição decorre essencialmente da confusão entre os conceitos de empresa e companhia, Bulhões Pedreira explica que "a companhia, quando sociedade empresária, é subsistema da empresa, na qual desempenha papel de empresário. Por isso os acionistas que a controlam exercem o poder empresarial – próprio da estrutura da empresa. Quando, por efeito da pulverização da propriedade das ações, o poder de controle é assumido pelos administradores, a companhia passa a funcionar como acessório da estrutura da empresa; mas, nesse caso, a instituição é a empresa, e não a companhia – que somente pode ser dita institucionalizada na medida em que é segmento da estrutura da empresa" (PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., p. 112-113).

[65] SALOMÃO FILHO, Calixto, op.cit., p. 48-49.

[66] Ibidem, p. 49.

Observa-se que tal circunstância possui importantes reflexos, principalmente no que concerne à preservação dos direitos dos acionistas minoritários: de acordo com a crítica de Jaeger, uma vez que a administração está intimamente ligada aos interesses dos sócios majoritários, não seria possível tê-la como órgão neutro de defesa do interesse social.[67]

1.2.1 Teoria da "empresa em si"

Dentre as teorias institucionalistas, a mais conhecida é a da *Unternehmen an sich* ("empresa em si"), cujas características essenciais podem ser assim resumidas: (i) enfoque acentuadamente publicístico sobre a sociedade anônima e consequente indicação de que ela prestigia interesses diversos daqueles dos acionistas, como os dos trabalhadores, dos consumidores e os do desenvolvimento da economia nacional, os quais precisariam também estar juridicamente tutelados; (ii) reconhecimento de que a empresa possui interesse próprio direcionado ao alcance da sua melhor eficiência produtiva e não à produção e subsequente distribuição de lucros aos acionistas; (iii) tendência a confiar a direção da empresa a um órgão de administração o mais neutro e independente possível de uma maioria de acionistas; (iv) ideia de que os direitos dos acionistas deveriam estar condicionados ao interesse da empresa, um interesse superior, representando, na prática, uma redução desses direitos, sobretudo no que concerne aos acionistas minoritários.[68]

Dentre as críticas esposadas à teoria da empresa em si, destaca-se a afirmação de que a sociedade anônima é instituto próprio do direito privado. A despeito de sua relevância do ponto de vista do interesse público, o direito societário não deveria ser modificado em sua principiologia para albergar questões que deveriam ser tratadas por outros ramos do direito.[69]

Nesse sentido, a ideia de que a companhia possuiria interesse próprio foi atacada sob o argumento de que apenas os indivíduos poderiam ser titulares de interesses. De acordo com esse raciocínio, criticava-se a proposição de que seria possível e adequado defender a companhia contra seus proprietários. Caso contrário, haveria autorização para defender que a tutela da companhia deveria caber ao Estado e não à administração empresarial.

---

[67] JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972.

[68] Cf. RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Trad. e introd. de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 41, n. 128, p. 199-223, out./dez. 2002, *passim*; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 29-30; JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 21-23.

[69] JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 24-29; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 30-32.

Outra crítica reside no tratamento desigual entre os acionistas, por conta de sua divisão em categorias e da legitimação do controle de poucos acionistas com assento e representatividade em órgãos da administração, subordinando a atuação dos administradores apenas ao arbítrio dessa categoria e significando, na prática, verdadeiro prejuízo aos acionistas minoritários.

Como já mencionado, a teoria institucionalista da "empresa em si" é igualmente criticada em razão da imprecisão terminológica (confusão entre os conceitos de empresa e companhia) e à indeterminação do conceito de empresa o que, por conseguinte, leva à indeterminação do que seria o interesse empresarial. Em última análise, os críticos argumentam que essa falha dogmática representaria a defesa de "um interesse destituído de sujeito".[70]

Independentemente das severas críticas empreendidas contra a teoria da empresa em si, fato é que esta foi bastante difundida na Alemanha, sendo capaz de influenciar os legisladores na elaboração da Lei Acionária de 1937, bem como outros diplomas legais. Com efeito, a teoria institucionalista publicista foi positivada a partir da formulação descrita acima pelo ordenamento jurídico alemão em 1937, com a *Aktiengesetz*.[71]

1.2.2 Teoria da "pessoa em si"

Outra corrente da teoria institucionalista é a teoria da "pessoa em si" (*Person an sich*), elaborada a partir da contribuição organicista de Otto von Gierke:[72] o interesse social seria o "interesse da própria sociedade, enquanto pessoa jurídica distinta das pessoas de seus membros",[73] em oposição à ideia de que o interesse social seria o interesse da empresa, nos termos da teoria da empresa em si.

Nesse contexto, a sociedade deixa de ter uma natureza contratual e passa a configurar um ente autônomo, cujos sócios apenas atuam para criar ou instituir a partir de um ato jurídico coletivo.[74]

Fundamentalmente, a diferença entre as teorias da "empresa em si" e da "pessoa em si", pode ser assim sintetizada, conforme anotou Erasmo Valladão:

---

[70] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 31.
[71] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 50.
[72] GIERKE, Otto von. Sulla storia dei principio di maggioranza. **Rivista delle Società**, v. 6, 1961, p. 1103-1120. A obra é uma tradução para a língua italiana de uma apresentação de Gierke em conferência realizada em Londres (originalmente publicada em 1913). A síntese da relação entre a teoria organicista e o princípio majoritário pode ser especialmente vislumbrada nas páginas 1118-1120.
[73] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 33.
[74] COMPARATO, Fábio Konder, op. cit., p. 45.

> Na da pessoa em si, o interesse, reduzido ao da pessoa jurídica, *não é externo à sociedade*. Dessa forma, um dos pilares fundamentais da doutrina da empresa em si, ou seja, o reconhecimento de *interesses públicos* na disciplina da sociedade anônima e a outorga de sua tutela aos administradores cai por terra. Ademais, na concepção organicista de Gierke sobre a pessoa jurídica, os direitos da minoria são protegidos, ao contrário do que ocorre na doutrina da empresa em si, que concede à maioria ampla discricionariedade na condução dos negócios sociais [...].[75]

Posteriormente, já no segundo pós-guerra mundial, sobretudo a partir da década de 1950, a teoria institucionalista publicista entrou em crise e enfrentou críticas contundentes, sobretudo acerca da tendência em possibilitar atuação independente e frequentemente irresponsável da administração com relação aos demais acionistas, em especial os minoritários.

Diante disso, a reforma do ordenamento jurídico alemão resultou na edição da Lei Acionária de 1965, no sentido de reforçar o papel desempenhado pela assembleia geral da companhia e assegurar os direitos dos acionistas minoritários.

Sobre o institucionalismo integracionista ou organizativo, Calixto Salomão Filho salienta ser necessário primeiro empreender uma breve análise sobre a construção doutrinária do período compreendido entre a lei de 1937 e a lei de 1965, cuja principal característica é o surgimento de leis que regulamentaram a participação dos trabalhadores nos órgãos de direção das macroempresas, pois consubstanciam uma continuação lógica do *Unternehmen an sich*.[76]

Tal arcabouço legislativo solucionou o problema da ausência de mecanismos de aplicação efetiva dos princípios institucionalistas na lei de 1937, o qual ensejava críticas tanto de natureza político-econômica quanto de natureza jurídica. Dentre elas, é possível citar uma incoerência entre a doutrina do *Unternehmen an sich* e suas próprias premissas no que tange ao reconhecimento de interesses além dos interesses dos acionistas de uma companhia: existiriam, essencialmente, interesses dos trabalhadores, dos sócios e da coletividade; todos tutelados, em tese, pelos órgãos da administração.

Por conseguinte, essa legislação significa "a afirmação definitiva do institucionalismo na Alemanha, realizando a separação tentada sem sucesso pela lei acionária alemã de 1937

---

[75] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 33-34.

[76] As referidas leis regulamentando a participação operária nos órgãos diretivos das grandes empresas são: *Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in die Auisichtsraten und Vorstanden der Unternehmen des Berghaus und der Eisen und Stahl erzeugende Industrie* (*MontaMitbestG* 1951); *Betriebsverfassungsgesetz* de 1952; e *Gesetz über die Mitbestimmung der Arbetnehmer* (*MitbestG*) de 1976 (SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 50).

entre *Unternehmens* e *Gesellschaftsinteresse*".[77] Em outras palavras: houve o reconhecimento de que o interesse social (*Unternehmeninteresse*) não seria apenas o interesse dos acionistas, mas um interesse harmônico e comum que contempla todos os vários acionistas e os trabalhadores. Em última análise, um interesse geral à preservação da empresa.

Sobre esse particular, cabe fazer referência à teoria institucionalista do "direito da empresa acionária" (*Recht der Aktienunternehmung*), elaborada por Haussmann,[78] um dos maiores críticos da teoria da empresa em si. Embora negasse a empresa enquanto titular de interesses, o autor admitia que ela alberga uma diversidade de sujeitos, os quais são titulares de um interesse comum. Significa dizer que na empresa confluem acionistas, membros da administração, trabalhadores e credores, os quais são titulares do interesse comum que representa a "soma ou unidade dos interesses individuais daqueles sujeitos que, coligados na empresa, nela coordenam seus respectivos escopos".[79]

Segundo Erasmo Valladão, a experiência alemã da cogestão, consagrada na Lei Acionária de 1965, possui inspiração na teoria de Haussmann, uma vez que, independentemente de ostentarem a qualidade de acionistas da sociedade, os trabalhadores participam do conselho de administração das companhias com a finalidade de defender seus interesses, que não podem ser confundidos com os interesses dos sócios, em afirmação ao caráter institucionalista.[80]

É interessante notar que a reformulação do institucionalismo alemão, antes publicista e posteriormente integracionista ou organizativo, irradia efeitos de diversas ordens. Por exemplo, a preservação do conceito de personalidade jurídica deixa de ser uma preocupação fundamental, gerando, como consequência, relevante desenvolvimento teórico da doutrina da desconsideração da personalidade jurídica na Alemanha.

A opção pela denominação "institucionalismo integrativo ou organizativo" decorre de um contexto lógico: à medida em que o modelo de participação dos trabalhadores albergado pela legislação alemã formula as bases teóricas e protetivas de um interesse social que não está reduzido ao interesse dos sócios e que pode ser traduzido em um interesse na preservação

---

[77] Ibidem, p. 52.

[78] Sobre o tema, v. HAUSSMANN, Fritz. **Von Aktienwesen und von Aktienrecht**. Mannheim: J. Bensheimer, 1928. A respeito da poição defendida por Haussmann, comentou Jaeger: "Questo autore viene normalmente ricordato più che altro come critico della teoria dell' *Unternehmen an sich* ed in effetti egli si contrappone ad essa in diversi punti, efficacemente mettendone in luce gli aspetti inaccettabili. Tuttavia, se vogliamo attenerci al criterio distintivo enunciato all'inizio di quetso capitolo, includendo fra gli <<istituzionalisti>> tutti gli scrittori che non identificano l'interesse sociale con l'interesse collettivo dei soci, dobbiamo collocare fra questi anche lo Haussmann" (JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 34-35).

[79] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 35.

[80] Ibidem, p. 35.

da empresa, permite também a fixação dos parâmetros para que seja identificado o tipo de organização que melhor possa garantir esse interesse.[81]

Assim, a reformulação do interesse social a partir do institucionalismo integrativo ou organizativo também projeta efeitos sobre o problema do conflito de interesses, sobretudo quando comparado ao contratualismo. As duas doutrinas divergem, essencialmente, no que tange à limitação do objeto do conflito, pois no institucionalismo o conflito de interesses não é um requisito teórico para explicar o funcionamento da sociedade: enquanto o sistema contratualista tem como pressuposto a existência de uma contraposição interna de interesses, o sistema institucionalista integrativo demanda a existência de colaboração para o atingimento de um interesse social previamente determinado.

Desse modo, não há que se falar em inexistência de conflito de interesses na acepção institucionalista, mas sim na introdução de representações de interesses diversos no interior dos órgãos societários.

1.2.3 Teoria da instituição

Dentre as teorias institucionalistas, revela-se igualmente importante fazer referência à "teoria da instituição", formulada na França por Maurice Hauriou. De plano, é necessário destacar que a elaboração original de Hauriou se deu no âmbito do direito público, tendo ocorrido sua incorporação pelo direito privado posteriormente.

Ponto de partida fundamental para a compreensão dos estudos desenvolvidos por Hauriou é a obra "*La théorie de l'instituition e de la fondation*", publicada originalmente em 1925, da qual extrai-se a seguinte formulação:

> Uma instituição é uma ideia de obra ou de empresa que se realiza e dura juridicamente num meio social; para a realização dessa ideia, organiza-se um poder que lhe confere órgãos; por outro lado, entre os membros do grupo social interessados na realização da ideia, produzem-se manifestações de comunhão dirigidas pelos órgãos do poder e reguladas por procedimentos.[82]

Tal formulação, que não deve ser compreendida propriamente como uma definição e sim como um esboço de teoria,[83] é estruturada com a apresentação dos três elementos

[81] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 53-54.
[82] HAURIOU, Maurice. **A Teoria da instituição e da fundação**. Ensaio de Vitalismo Social. Tradução de José Ignácio Coelho Mendes Neto. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2009. p. 19.
[83] A crítica no sentido de que a passagem destacada seria uma formulação, um esboço de teoria, e não uma definição de instituição empreendida por Hauriou é encontrada em: MILLARD, Éric. Hauriou et la théorie de l'institution. **Droit et société**, n. 30-31, p. 381-412, 1995. p. 392.

constitutivos das instituições, os quais se articulam em um movimento essencial que permite a duração das instituições no meio social, designado como "a interiorização". É importante salientar que tal movimento implementa dois fenômenos sucessivos caracterizadores da dinâmica institucional: a incorporação e a personificação.

Portanto, são elementos constitutivos das instituições: (i) a ideia de obra ou empresa; (ii) o poder do governo organizado; e (iii) as manifestações de comunhão.

O primeiro elemento, a ideia de "empresa", é justamente aquele que permite aplicar a noção de instituição a todos os tipos de grupos humanos movidos por um objetivo comum, por exemplo, empresas, associações, igrejas e Estado.[84]

Por seu turno, o poder de governo organizado seria uma forma de vontade. Para que não seja representativo meramente de força, traz-se a ideia de que o poder deve ser pautado em dois pilares: a separação dos poderes e o regime representativo. Finalmente, a manifestação de comunhão traduz fenômeno de ordem política, social e psicológica no qual existe a concordância de um grupo humano em torno de uma decisão, seja para sua tomada ou para sua ratificação.

Assim, o processo de internalização é um fenômeno muitas vezes lento em que a instituição procede ao seu próprio aprofundamento: ao mesmo tempo em que a ideia que orienta a instituição permeia mais intimamente nos seus membros, a gestão institucional é progressivamente democratizada.

Quando transposto para o âmbito das companhias, em diálogo com o tema do interesse social, destaca-se a presença do fenômeno da personificação no processo de internalização, como um aprofundamento do elemento "ideia de obra ou empresa".

Isso porque sustenta-se a tendência de que maior "liberdade política" deve caminhar em conjunto com uma internalização mais profunda dos objetivos da companhia por aqueles que a compõem. Daí a conclusão de Rémi Jardat de que a ambição da apropriação desses

[84] Destaca-se que no âmbito do elemento da ideia de empresa, Hauriou se debruça sobre uma categoria essencial ao direito privado, qual seja, a do contrato. O argumento é o de que, por trás do contrato, existe a instituição, que fornece suporte para que a relação estabelecida seja de fato produtiva. Nesse sentido: "*Il est important de remarquer que, selon Hauriou, ce n'est pas l'intérêt égoïste qui mène le monde, mais des «idées d'entreprise à réaliser». Pour lui comme pour ses épigones, les relations entre les hommes ne se réduisent pas à des «contrats», d'où la dénonciation d'une sorte de fétichisme du contrat à l'œuvre dans certaines lectures du droit, notamment du droit des affaires. Derrière le contrat, il y a l'institution, et seule l'institution cachée derrière le contrat permet à la relation ainsi nouée d'être productive : «Le contrat classique est une spéculation […], l'institution est un consortium» (Renard (3), 1933, p. 147)*" (JARDAT, Rémi. Maurice Hauriou, théoricien de l'institution et inspirateur de statuts mutualistes. **Revue internationale de l'économie sociale**, n. 312, p. 70–83. 2009. p. 72).

objetivos, perseguida pelas teorias de gestão empresarial modernas, não pode prescindir da democratização política dentro da própria organização empresária.[85]

Nesse contexto, as "pessoas jurídicas seriam núcleos sociais autônomos destinados a atender finalidades socialmente úteis em torno das quais os indivíduos se unem e criam uma organização social [...] a pessoa jurídica seria uma espécie de instituição social [...]"[86] cuja organização seria um elemento essencial para a realização de sua finalidade.

Evidencia-se na doutrina da instituição que o interesse social não poderia ser resumido ao mero interesse coletivo dos sócios. Na verdade, ele se identificaria com o interesse superior da própria instituição. Consequentemente, a doutrina da instituição originada em Hauriou e desenvolvida por seus discípulos conduziria a resultados semelhantes aos alcançados pela teoria da empresa em si capitaneada pela doutrina alemã.[87]

1.2.4 Teorias institucionalistas estadunidenses

Nos Estados Unidos foi desenvolvida uma versão mais moderada do institucionalismo, a qual objetivou ampliar o conceito de interesse social, sem que isso significasse sua redução ao interesse público em detrimento do interesse privado.[88]

Para Modesto Carvalhosa, o contexto de acentuado liberalismo presente nos Estados Unidos, tanto na dimensão política quanto na econômica, explica as diferenças entre o institucionalismo publicista alemão, tal qual proposto por Rathenau, e o institucionalismo estadunidense, o qual, a despeito de consolidar uma visão ampliativa de interesse social, não apontava para o caminho da publicização da sociedade anônima.[89]

De maneira semelhante ao que aconteceu na Alemanha, a noção de que o interesse social não seria um fenômeno exclusivamente identificado com o interesse dos acionistas originou-se no âmbito de discussões empresariais e não na literatura jurídica.[90] Não obstante, uma vez levada ao campo doutrinário, culminou no conhecido debate entre Edwin Merrick Dodd, em defesa do institucionalismo, e Adolf A. Berle Jr., inicialmente identificado com a corrente contratualista.

---

[85] Ibidem, p. 75.
[86] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 118.
[87] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 38.
[88] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 124.
[89] MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2003, v. II. p. 450.
[90] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 39.

De acordo com Dodd, a *large corporation* traduzia-se em instituição econômica. Nessa condição, deveria exercer um serviço social e não apenas se limitar à função de geração e distribuição de lucros aos seus acionistas. Por conseguinte, a verdadeira função dos administradores da companhia seria a de fiduciários da empresa e não a de mandatários dos acionistas, ou seja: "*trustees for an institution rather than attorneys for the stockholders*".[91]

Berle, por sua vez, possuía visão restritiva do interesse social, entendendo que os poderes da administração não seriam absolutos.[92] Assim, a administração da companhia deveria ser guiada em benefício dos acionistas, cabendo ao direito tutelar os interesses dos acionistas no sentido da persecução da maximização do lucro, o que o associava à teoria contratualista.[93]

Posteriormente, Berle converteu-se ao institucionalismo e passou a sustentar que a *big corporation* não teria caráter privado. Ela seria, na verdade, um organismo originário, dotado de independência, que observaria apenas alguns limites: (i) de ordem econômica, pautado na existência do sistema concorrencial, que nada mais é do que o limite imposto pela existência de outros organismos de porte similar no mercado; (ii) de ordem política, projetado na ideia de controle da opinião pública, isto é, o de que o poder desse organismo é justificado na medida em que é usado para o cumprimento de sua função, sendo legítimo enquanto atuar observando o enquadramento de determinadas regras éticas das quais os administradores não poderiam prescindir (consubstanciado na noção de consenso público ou opinião pública); e (iii) o que é imposto pela possibilidade de intervenção estatal, para as hipóteses em que o interesse público seja colocado em risco por graves desvios de função da companhia. É importante observar que este último limite é considerado pelo autor como muito raro, pois parte-se do pressuposto que os limites de ordem econômica e política seriam capazes de operar em um grau de eficácia que, basicamente, bloquearia a ocorrência dos casos justificadores de uma intervenção estatal.[94]

---

[91] DODD, Edwin Merrick. For whom are corporate managers trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932. p. 1160.

[92] BERLE JR., Adolf A, op. cit.., *passim*.

[93] Nesse sentido, conferira-se: FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 124 e TEUBNER, Gunther. Corporate fiduciary duties and their Beneficiaries. *In*: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (orgs.). **Corporate governance and directors' liabilities:** legal, economic and sociological analyses on corporate social responsibility. Berlim: Walter de Gruyter, 1985. p. 150.

[94] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 40-41. Tal consideração da "*big corporation*" empreendida por Berle pode ser encontrada em: BERLE JR., Adolf A. **The 20th century capitalist revolution**. Nova York: Harcourt, Brace, 1954. É interessante destacar, ainda, o comentário de Jaeger: "*Per il Berle la società di grandi dimenzioni è sopratutto un centro di potere economico e politico, esercitato dal management, che solo apparentemente e in maniera del tutto formale, come si è visto, riceve l'investitura dell'assemblea degli azionisti. La corporation, come instituzione sociale, ha una struttura che assume rilevanza per l'ordinamento*

Feitas essas considerações, cumpre observar que o debate incialmente travado entre Dodd e Berle será novamente examinado na próxima seção, haja vista que tal debate foi reaberto na atualidade, sob o prisma do *shareholderism* e *stakeholderism*.

Contudo, é digno de nota que a teoria de Berle serviu de inspiração para o desenvolvimento da doutrina conhecida como *corporate constitutionalism*. Em síntese, seus defensores vislumbram que, uma vez que a *big corporation* seria uma instituição semelhante ao próprio Estado, a consequência lógica para a tutela dos acionistas seria a elaboração de um sistema de garantias constitucionais em detrimento dos tradicionais meios de tutela previstos no sistema privado.[95]

Outra corrente institucionalista norte-americana é a capitaneada por Drucker.[96] O autor identificava a *large corporation* como instrumento e órgão da sociedade (aqui referenciada em sentido amplo), inserido na estrutura social da nação. Portanto, diante de um contexto de civilização pautada na industrialização, ela seria a "instituição social por excelência", caracterizada como um "corpo político e social" e não apenas econômico, a quem competiria "realizar os ideais fundamentais" da sociedade norte-americana, especificamente a dignidade do cidadão a partir do trabalho e a proteção do indivíduo frente ao Estado.[97]

Em síntese, é possível notar que a versão mais moderada do institucionalismo, identificada por Calixto Salomão Filho como integrativo ou organizativo foi capaz de penetrar o ordenamento jurídico de vários países, numa aceitação paulatina e mitigada da ideia de que o interesse da empresa não estaria restrito aos interesses dos acionistas.[98]

---

giuridico, indipendentemente del fatto che questo le riconosca la personalità giuridica (151), e lo stato non può fare a meno di considerarla; anzi società e stato, entrambe instituzioni, sia pure di carattere diverso, si associano e si integrano nell'organizzazione economico-politica della civilità industriale (152). Nella formulazione del Berle la <<big corporation>> viene così a perdere ogni carattere privatistico; essa è un vero e proprio organismo <<originario>>, indipendente e, praticamente, sovrano. Ciò risulta chiaro dell'analisi, che questo autore compie, dei limiti cui è soggetto il pottere della società. Tai limiti sono di un triplice ordine: il primo, economico, è datto dall'esistenza di altri organismi consimili, [...] Invece, i limiti sui quali Berle insiste di più, considerandoli quelli effettivamente e continuamente operanti, sono di ordine essenzialmente politico, e consistono nel controllo dell'opinione pubblica [...] un terzo ordine di limiti, che derivano dalla possibilità di intervento dello stato, di fronte a deviazioni grave della corporation dalla propria funzione, che mettano in pericolo l'interesse publico (157). Tuttavia, la sua construzione considera questa ipotesi come estrema, assai rara a verificarsi, per l'efficacia con cui operano i limiti precedenti" (JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972. p. 68-70).

[95] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit.,. p. 41.

[96] DRUCKER, Peter F. **Concept of the corporation**. New York: John Day Company, 1946, *passim*.

[97] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 40.

[98] Ana Frazão comenta que é possível citar como exemplos dessa aceitação moderada do institucionalismo o Brasil e a Itália, ressalvando que, de toda sorte, o Código Civil Italiano de 1942 poderia ser interpretado também sob as lentes do institucionalismo publicista. De acordo com a autora, "Entretanto, a Itália acabou absorvendo o institucionalismo principalmente para efeitos de conseguir um melhor equilíbrio entre a assembleia geral e a administração e também entre o interesse social e o interesse dos acionistas por dividendos. Esta tendência, de um melhor balanceamento entre a administração e a assembleia geral, começou a ser sentida em diversos países a partir dos anos 50, sendo igualmente seguida pela lei acionária alemã de 1965". Já no que concerne ao Brasil,

Por conseguinte, conclui-se que o institucionalismo desempenhou papel importante na modificação da visão até então dominante a respeito da companhia, destacando que o interesse social abrangeria outros interesses que não apenas aqueles dos acionistas, atribuindo grande relevância à função da administração, a quem caberia coordenar todo o feixe de interesses existentes no fenômeno empresarial.

Nesse sentido, conforme visto no início desta seção, mesmo as teorias contratualistas foram revisitadas para abarcar premissas mais próximas ao interesse social concebido pelo institucionalismo, a exemplo da mudança de orientação empreendida por Jaeger no que tange à consideração dos sócios futuros e indeterminados pelo interesse social.[99]

Porém, o institucionalismo tampouco figurou como unanimidade na doutrina. As críticas costumam ser relacionadas aos seguintes aspectos: (i) não foi possível estabelecer um conceito preciso de interesse social, de modo a dificultar de sobremaneira a utilização do parâmetro institucionalista para a orientação da ação dos órgãos da sociedade anônima; (ii) o saldo do institucionalismo foi, na verdade, originar uma instabilidade, dada a dificuldade de equilibrar os interesses dos acionistas e da comunidade em geral; e (iii) impossibilidade de determinar quem deveria definir o conceito de interesse social, repercutindo na impossibilidade de justificar a prevalência da administração para sua persecução, em detrimento da assembleia geral.[100]

Algumas repercussões dessas discussões em torno do interesse social são percebidas até hoje, conforme será melhor examinado ao longo do desenvolvimento desta tese, sobretudo no que diz respeito ao problema da responsabilidade dos controladores e administradores das companhias. Por ora, retoma-se a discussão sobre o debate em torno do *shareholderism* e *stakeholderism*, que será objeto da próxima seção.

1.3 O recente debate em torno do *shareholderism* e *stakeholderism*

Frazão adverte que o Decreto-lei nº 2.627/1940 trazia uma cláusula geral (artigo 117, § 6º) traduzindo uma preocupação com o bem público, mas não se podia dizer que sinalizava uma publicização da sociedade anônima. A evolução legislativa no Brasil, já com a Lei n° 6.404/1976 também trouxe dispositivos que indicam não ser o interesse social restrito ao interesse dos acionistas (notadamente, o artigo 116, parágrafo único e o artigo 154), não obstante o fato de que o mesmo diploma legal possui vários dispositivos claramente contratualistas. Essa controvérsia será melhor analisada na Seção 1.4 (FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 126-127).

[99] JAEGER, Pier Giusto. Interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**. vol. 27, fascículo 6. Milão: Giuffrè Editore, p. 795-812, 2000, *passim*.

[100] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 130.

Em 19 de agosto de 2019 foi tornada pública a declaração conhecida como "*Business Roundtable Statement on the Purpose of a Corporation*" (Declaração sobre o Propósito de uma Companhia), por meio da qual 181 presidentes (CEOs)[101] das maiores companhias dos Estados Unidos da América derrubaram uma máxima que perdurou por longo período, a qual definia que o objetivo principal de uma companhia seria o de maximizar o retorno dos acionistas.[102]

Em seu lugar, os CEOs aderentes à manifestação da *Business Roundtable*[103] adotaram uma nova postura, estabelecendo que as companhias devem servir não apenas aos seus acionistas, mas também entregar valor aos seus clientes, investir nos funcionários, negociar de forma justa com os fornecedores e apoiar as comunidades em que operam.

No referido documento, a *Business Roundtable* ressalta características econômico-culturais tradicionalmente associadas à sociedade estadunidense, como a premissa de uma economia estruturada em sistema de livre-mercado como melhor forma de gerar empregos, criar oportunidades econômicas e sociais, fomentar a inovação e possibilitar que cada cidadão consiga viver dignamente por meio do trabalho duro e da criatividade, destacando o papel preponderante da atividade empresarial no atingimento desses objetivos.

Embora destaque que cada uma das companhias que compõem a associação possui – e persegue – seu próprio interesse social, de cunho individual, indica que tais companhias compartilham um compromisso com seus *stakeholders*.

Tal compromisso comporta as seguintes dimensões: (i) superar as expectativas dos consumidores;[104] (ii) investir nos empregados;[105] (iii) manter uma relação ética e justa com os

---

[101] Abreviação de *Chief Executive Officer*, que corresponde a Diretor Presidente.

[102] Sobre esse particular, faz-se referência ao célebre artigo publicado por Milton Friedman em 1970, sustentando que o objetivo das companhias é apenas gerar lucros para os acionistas: "*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*" (FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. **The New York Times Magazine**, 13 set. 1970. Section SM. p. 17).

[103] A *Business Roundtable* é uma associação de diretores executivos (CEOs) das principais empresas norte-americanas que objetiva promover a prosperidade da economia dos Estados Unidos. Nesse sentido, "*Business Roundtable exclusively represents chief executive officers (CEOs) of America's leading companies. These CEO members lead companies with 20 million employees and more than $9 trillion in annual revenues. As major employers in every state, Business Roundtable CEOs take seriously the responsibility of creating quality jobs with good wages. These leaders join with communities, workers and policymakers to build a better future for the nation and its people. For more than 45 years, the membership of Business Roundtable has applied CEO expertise to the major issues facing the nation. Through research and advocacy, Business Roundtable advocates policies to spur job creation, improve U.S. competitiveness and strengthen the economy*". Disponível em: https://www.businessroundtable.org/about-us. Acesso em 02 jul. 2022.

[104] Esse aspecto contempla a ideia de que é necessário manter a tradição das empresas estadunidenses e liderar o caminho para atender ou superar as expectativas dos clientes.

[105] O documento consigna que valorização dos empregados perpassa, inicialmente, pela atribuição de salários justos e pelo fornecimento de benefícios relevantes. Além disso, faz referência à importância do investimento em

fornecedores;[106] (iv) dar suporte às comunidades em que estejam inseridas;[107] e (v) gerar valor de longo prazo para os acionistas.[108]

Em síntese, a declaração da *Business Roundtable* destaca que "*each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country*".[109]

Tomando como referência principal o documento acima mencionado, Lucian A. Bebchuk e Roberto Tallarita publicaram o artigo "*The illusory promise of stakeholder governance*", que se propôs a empreender uma análise econômica e empírico-conceitual sobre o fenômeno do "*stakeholderism*" (também referido como "capitalismo de *stakeholders*"), concluindo se tratar de uma abordagem inadequada e substancialmente contraproducente para abordar as preocupações dos *stakeholders.*[110]

Para os autores, a "promessa ilusória" do capitalismo de *stakeholders* não deveria permitir o avanço de uma agenda de cunho gerencial em detrimento da necessidade crítica da exigência de intervenções externas aptas a proteger as partes interessadas por meio de legislação, regulamentação e implementação de políticas públicas.[111]

Tendo em vista o apoio crescente ao paradigma do *stakeholderism*, a análise empreendida pelos autores se concentra sobre duas premissas fundamentais. A primeira delas é a de que os benefícios do *stakeholderism* são ilusórios, de modo que não se deve esperar que tal concepção de interesse social produza benefícios substanciais para os *stakeholders*.[112]

A segunda é de que, além de inexistirem efeitos benéficos, verificam-se consideráveis efeitos deletérios, como a imposição de custos relevantes que recairiam, inclusive, sobre os

---

treinamento e qualificação para o desenvolvimento de novas habilidades, uma demanda constante de um mundo em franca transformação tecnológica. Destaca-se a ideia do fomento à inclusão, à diversidade e ao respeito.

[106] Com destaque para a importância de estabelecer boas parcerias entre entidades empresariais de todos os portes.

[107] Consubstanciado no respeito aos habitantes das comunidades em que atuam, bem como ao meio-ambiente dos locais em que estejam inseridos, através de práticas negociais sustentáveis.

[108] Sobre esse aspecto, o documento manifesta que os acionistas fornecem o capital que permite às empresas investir, crescer e inovar, existe o reforço do compromisso com a transparência e o engajamento efetivo com acionistas.

[109] Disponível em: https://www.businessroundtable.org. Acesso em 02 jul. 2022.

[110] Os autores compreendem *stakeholders* como todos aqueles que constituem a companhia, embora não dela sejam acionistas, por exemplo, consumidores, trabalhadores, fornecedores, comunidades e meio-ambiente: "*By stakeholders we refer throughout this Article to all non-shareholder constituencies of the corporation—including employees, customers, suppliers, communities, and the environment*" (BEBCHUCK, Lucian A.; TALLARITA, Roberto. The illusory promise of stakeholder governance. **Cornell Law Review**, v. 106, n. 91, p. 91-178, 2020. p. 93). Conforme denota Ana Frazão, seriam os "terceiros interessados" (FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 79-109, dez. 2021. p. 80).

[111] BEBCHUCK, Lucian A.; TALLARITA, Roberto, op. cit.,p. 92.

[112] Ibidem, p. 100.

próprios *stakeholders*, considerando o problema das externalidades corporativas negativas, principalmente: (i) maior isolamento e responsabilidade reduzida entre os gestores e os *stakeholders* e (ii) impedimento ao avanço de reformas legislativas e regulatórias necessárias e orientadas aos interesses dos *stakeholders*.[113]

Consequentemente, argumenta-se que qualquer análise pautada no melhor interesse dos *stakeholders* deve desconsiderar a ideia do capitalismo de *stakeholders* como parâmetro de orientação para a gestão empresarial.

Os mencionados autores propõem a subdivisão do *stakeholderism* em duas espécies: (i) *enlightened shareholder value* e (ii) *pluralistic stakeholderism*.

Sob a ótica do *enlightened shareholder value*, os gestores devem reconhecer e levar em consideração que assegurar o pleno atendimento das expectativas dos *stakeholders* pode facilitar a maximização do valor a longo prazo. Isto é, levar em consideração os interesses dos terceiros interessados é uma forma de maximizar valor para os acionistas, o que não seria conceitualmente diferente da ideia de maximização do valor dos acionistas associada ao paradigma do *shareholderism*.

O *pluralistic stakeholderism*, por sua vez, professa que o bem-estar dos terceiros interessados deve ser considerado um fim em si mesmo e não um mero instrumento, de modo que os gestores possuem pluralidade de objetivos e precisam compatibilizar interesses autônomos também plurais.[114]

Argumenta-se que a Declaração da *Business Roundtable* não representa um sinal de verdadeira mudança de direção, posto que (i) os CEOs, em geral, assinaram o documento sem buscar aprovação prévia dos respectivos conselhos de administração; (ii) as orientações sobre governança corporativa das companhias que assinaram a declaração ainda indicam um comprometimento com a concepção de primazia do interesse dos acionistas; (iii) desconsidera a possibilidade de desrespeito a restrições legais às quais companhias e administradores que se sujeitam;[115] (iv) não leva em consideração a possibilidade de situações em que a companhia deverá fazer uma escolha e privilegiará uma opção em detrimento de outra (*trade-offs*); (v) a declaração é vaga quanto à natureza e ao conteúdo do compromisso que está sendo feito.[116]

---

[113] Ibidem, p. 164 e ss.
[114] Ibidem, p. 108-115.
[115] Sobre esse particular: "*The BRT statement and accompanying communications do not discuss or even acknowledge the fact that public companies are subject to different state corporate laws, and some of those might well impose constraints on the power of directors and executives to embrace stakeholderism*" (Ibidem, p. 137).
[116] Ibidem, p. 127-137.

Aponta-se, ainda uma questão fundamental: os administradores de companhia teriam incentivos para beneficiar os *stakeholders*, além do incentivo de maximização de valor do acionista? Analisando diversos tipos de incentivos, os Bebchuk e Tallarita entendem que não:

> *Our analysis of the full array of incentives produced by basic corporate structures, however, has shown that corporate leaders have significant incentives not to protect stakeholders beyond what would serve shareholder value. This conclusion is reinforced by our empirical analysis of past choices made by corporate leaders operating under stakeholderist rules. The promise of stakeholderism to deliver material value to stakeholders, we have shown, is illusory*.[117]

Por seu turno, comentando criticamente o artigo de Bebchuck e Tallarita, Colin Mayer elaborou o artigo intitulado "*Shareholderism versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction. A Comment on "The illusory promise of stakeholder governance" by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*", no qual aponta que seria uma falha de Bebchuck e Tallarita reconhecer a maneira pela qual as companhias rotineiramente fazem julgamentos com base em seus propósitos e valores: uma vez que os valores corporativos são explícitos e mensuráveis em seus próprios termos, o interesse social pautado no *stakeholderism* torna a administração responsável por sua entrega de uma forma que a concepção baseada no *shareholder value* não consegue.[118]

Assim, conclui que Bebchuk e Tallarita tentam demonstrar que os administradores não são motivados por, ou capazes de, promover nada além de lucro para o acionista em um sistema que já é, por si só, orientado para o acionista, resultando no equívoco de apenas descreverem o sistema por eles enxergado, em vez de analisar como tal sistema poderia ou deveria ser estruturado. Em síntese, argumenta que o trabalho objeto de sua crítica não apenas falhou em demonstrar a tese nele defendida, mas também está estruturado sobre uma base equivocada:

> *But the main criticism of BT's article is not simply that they have failed to demonstrate their point but that they are asking the wrong question. It is not a matter of shareholder versus stakeholder governance but what delivers the best*

---

[117] Ibidem, p. 176.

[118] Nesse sentido: "*By making corporate values explicit and measurable on their own terms, corporate purpose makes management accountable for its delivery in a way in which shareholder value cannot. In a world in which shareholders are interested in their stakeholders' and their own welfare and wealth then companies should be answerable for meeting their targets on carbon emissions as well as financial returns, and for delivering employment to future generations as well as pensions to current ones. In promoting long-term shareholder welfare, enlightened shareholder capitalism makes accountability of management hopelessly imprecise, while corporate purpose and values make it laser sharp*" (MAYER, Colin. Shareholderism versus stakeholderism – a misconceived contradiction. A Comment on 'The illusory promise of stakeholder governance' by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita. **European Corporate Governance Institute** - Law Working Paper No. 522/2020, June 3, 2020. p. 10. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3617847. Acesso em 02 jul. 2022).

> *outcomes. If the objective is to help solve the problems of the world profitably then there is a place for both shareholderism and stakeholderism. Different purposes require different corporate structures. If the objective is to deliver the most profitable solution, then shareholder value might well be the most appropriate approach. If on the other hand, the objective is to produce the best solution, even if it delivers negligible profit, then emphasizing other priorities beyond shareholder may be warranted*.[119]

Martin Lipton é outro autor que tem se manifestado de forma reiterada a favor do chamado capitalismo de *stakeholders*, chegando a afirmar que "o direito societário está passando por uma evolução, a qual acreditamos que poderá reestabelecer a missão social mais ampla das companhias".[120]

De acordo com Lipton, os administradores de companhia devem gerenciar os riscos ambientais e de recursos humanos para direcionar o crescimento, ainda que os princípios da governança não estejam integralmente formados. Para tanto, alguns conselhos de administração já integram os fatores ESG em seu processo de tomada de decisão e quem ainda não o faz deveria fazê-lo.

O objetivo do capitalismo de *stakeholders* (e da adoção de práticas ESG) seria, nesse contexto, o de viabilizar a geração de valor sustentável e de longo prazo pela companhia.

Nessa linha, os conselheiros teriam poderes, quando não a obrigação, de tomar decisões negociais com vistas a equilibrar os interesses de todos os *stakeholders*. Esse tipo de abordagem, inclusive, estaria coberto pela proteção da *business judgement rule*,[121] de modo que os administradores não poderiam ser responsabilizados por eventuais prejuízos decorrentes de tais decisões, desde que tomadas sem conflito de interesses com a companhia e mediante cuidadosa análise e deliberação.

---

[119] Ibidem, p. 10.

[120] Tradução livre do original "*Corporate law is in the midst of an evolution that we believe will eventually restore the broader social mission of the corporation*" (LIPTON, Martin. Directors have a duty to look beyond their shareholders. **Financial Times**. 17 set. 2019. Disponível em: https://www.ft.com/content/6e806580-d560-11e9-8d46-8def889b4137. Acesso em 7 ago. 2022). Cabe registrar as seguintes manifestações do autor em favor do *stakeholderism*: LIPTON, Martin; SAVITT, William; CAIN, Karessa L. On the purpose of the corporation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 27 mai. 2020. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/27/on-the-purpose-of-the-corporation/. Acesso em 7 ago. 2022; LIPTON, Martin. Beyond Friedman's doctrine: the true purpose of business corporation. In: ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher. **Milton Friedman 50 Years Later**. Chicago: Promarket, 2020. p. 22-25. Disponível em: https://www.promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/. Acesso em 7 ago. 2022; LIPTON, Martin. Further on the purpose of the corporation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 20 jul. 2021. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/20/further-on-the-purpose-of-the-corporation/. Acesso em 7 ago. 2022; LIPTON, Martin. Stakeholder capitalism and ESG as tools for sustainable long-term value creation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 11 jun. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/06/11/stakeholder-capitalism-and-esg-as-tools-for-sustainable-long-term-value-creation/. Acesso em 7 ago. 2022.

[121] A *judgement business rule* (ou "regra da decisão negocial") é objeto de aprofundamento na Seção 5.3.1 deste trabalho.

No contexto de reformulação do interesse, propósito e objetivo da companhia, Lipton propõe o seguinte refinamento:

> *This opportunity leads me to reiterate and refine a simple formulation of corporate purpose and objective, as follows:*
> *The purpose of a corporation is to conduct a lawful, ethical, profitable and sustainable business in order to ensure its success and grow its value over the long term. This requires consideration of all the stakeholders that are critical to its success (shareholders, employees, customers, suppliers and communities), as determined by the corporation and its board of directors using their business judgment and with regular engagement with shareholders, who are essential partners in supporting the corporation's pursuit of its purpose. Fulfilling this purpose in such manner is fully consistent with the fiduciary duties of the board of directors and the stewardship obligations of shareholders*.[122]

Por sua vez, Stephen Bainbridge já vinha manifestando, ao menos desde 2002, o entendimento de que, no contexto das *public corporations*[123] estadunidenses, prevalece o modelo nomeado como *Director Primacy* (Primazia do Conselho de Administração), segundo o qual o principal centro de tomada de decisão de tais entidades é o conselho de administração (e não a assembleia geral). Não obstante, os conselheiros devem exercer seus deveres com vistas à maximização de riqueza para os acionistas.[124]

Em trabalhos mais recentes, nos quais aborda a dicotomia "*stakeholderism vs shareholderism*", o referido autor manteve seu posicionamento, tendo afirmado que "*the law of corporate purpose remains that directors have an obligation to put shareholder interests ahead of those of other stakeholders and pursue long-term sustainable profits for those shareholders*".[125]

A despeito do que possa parecer, a discussão entre o capitalismo de acionistas e o capitalismo de *stakeholders* não é inteiramente nova. Suas raízes remontam ao célebre debate

---

[122] LIPTON, Martin. Beyond Friedman's doctrine: the true purpose of business corporation. In: ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher. **Milton Friedman 50 Years Later**. Chicago: Promarket, 2020. p. 24. Disponível em: https://www.promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/. Acesso em 7 ago. 2022.

[123] Assim entendidas as grandes companhias abertas cujas ações são admitidas a negociação nos mercados de valores mobiliários daquele país, que possuem como característica alta dispersão acionária. Sobre o tema, v. BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

[124] Nesse sentido: BAINBRIDGE, Stephen Mark. Director Primacy: the means and ends of corporate governance (February 2002). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=300860. Acesso em 7 ago. 2022 e BAINBRIDGE, Stephen Mark. Director Primacy and Shareholder Disempowerment. **Harvard Law Review**, v. 119, 2006. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-25. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=808584. Acesso em 7 ago. 2022.

[125] BAINBRIDGE, Stephen Mark. Making sense of the Business Roundtable's reversal on corporate purpose. 46 **Journal of Corporation Law** 285. p. 285-318, 2021. p. 287. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3664078. Acesso em 7 ago. 2022. Ver também: BAINBRIDGE, Stephen Mark. Why we should keep teaching Dodge v. Ford Motor Co. **Journal of Corporation Law**, n. 48 (no prelo), UCLA School of Law, Public Law Research Paper No. 22-05 (April 19, 2022). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=4076182. Acesso em 06 jul. 2022.

travado entre Merrick Dodd[126] e Adolf Berle[127], ocorrido nos Estados Unidos no início do século XX e já brevemente referenciado na seção anterior deste trabalho. O debate em comento foi instigado, sobretudo, pelo famoso caso *Dodge vs. Ford Motor Co*., de 1919.[128]

Em síntese, em oposição à visão contratualista defendida por Berle, Dodd sustentava que caberia aos administradores um conjunto de responsabilidades dotado de maior amplitude em comparação com as responsabilidades relativas à condição de meros *trustees* (entendidos aqui como titulares de deveres fiduciários), isto é, esse conjunto abrangeria também as chamadas responsabilidades de cunho social, assim entendidas aquelas voltadas aos interesses dos trabalhadores, dos consumidores, dos credores e do público em geral.[129]

Comentando a polêmica entre os dois doutrinadores, Gunther Teubner chega ao cerne da questão: enquanto Berle defendia uma visão minimalista dos poderes da administração, Dodd sustentava uma natureza maximalista dos referidos poderes.[130]

Por conseguinte, Berle entendia que os poderes de administração não seriam absolutos, sendo basicamente poderes fiduciários (*powers in trust*), o que justificaria a

---

[126] DODD, Edwin Merrick. For whom are corporate managers trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, n. 7, p.1145-1163, 1932.

[127] BERLE JR., Adolf A. Corporate Powers as Powers in Trust. **Harvard Law Review**, v. 44, p. 1049-1074, 1931.

[128] A demanda em questão foi travada entre a *Ford Motor Company* e os acionistas minoritários Dodge (observa-se que a *Ford Motor Co*. foi criada em 1903, tendo como acionista majoritário Henry Ford e na qual figuravam como acionistas minoritários os "irmãos Dodge", Horace E. Dodge e John F. Dodge), tendo como origem uma decisão de Henry Ford de não distribuir dividendos especiais aos acionistas, a despeito do bom desempenho da companhia no mercado. Segundo Fábio Comparato, argumentou Henry Ford que "a finalidade precípua de sua companhia não era produzir lucros para distribuí-los aos acionistas, mas reinvestir o máximo possível de modo a criar novos empregos e aumentar o padrão de vida da comunidade inteira" (COMPARATO, op. cit., p. 56.). A decisão de não pagar mais dividendos especiais motivou os irmãos Dodge (que a essa altura já haviam fundado a *Dodge Brothers Motor Company*, em 1913) a oferecerem sua participação na *Ford Motor Co.* a Henry Ford, que recusou a aquisição. Consequentemente, os Dodge questionaram a decisão de Ford de cessar a distribuição de dividendos especiais na justiça, sob o argumento de que era contrária ao melhor interesse da empresa, pois contrária ao melhor interesse dos acionistas, bem como arbitrária, o que justificaria a intervenção judicial. A Corte Suprema de Michigan acolheu a argumentação dos Dodge e determinou que a Ford deveria distribuir os dividendos adicionais, pois a organização e a gestão de uma companhia seriam estruturadas primariamente no sentido de perseguir lucros e distribui-los aos acionistas e nesse sentido também deveriam ser empregados os poderes dos administradores. Fundamentalmente, entendeu-se que a Ford praticou abuso de poder, o que fez com que a companhia perdesse a lide. Um resumo extremamente didático desse famoso processo pode ser encontrado em CONARD, Alfred F.; KNAUSS, Roberto L.; SIEGEL, Stanley. **Corporations**. Cases, statutes and analysis. 2.ed. New York: The Foundation Press, 1982, p. 77-83. Cabe registrar que Stephen Bainbridge publicou recentemente um artigo defendendo a atualidade da decisão proferida no referido processo: BAINBRIDGE, Stephen Mark. Why we should keep teaching Dodge v. Ford Motor Co. **Journal of Corporation Law**, n. 48 (no prelo), UCLA School of Law, Public Law Research Paper No. 22-05 (April 19, 2022). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=4076182. Acesso em 06 jul. 2022.

[129] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 124. Conforme a lição de Dodd: "*A sense of social responsibility toward employees, consumers, and the general public may thus come to be regarded as the appropriate attitude to be adopted by those who are engaged in business, with the result that those who own their own businesses and are free to do what they like may increasingly adoptsuch an attitude. Business ethics may thus tend to become in some degree those of a profession rather than of a trade*" (DODD, Edwin Merrick, op. cit., p. 1160-1161).

[130] TEUBNER, Gunther, op. cit., p. 150.

orientação da administração e do controle da companhia para o alcance do benefício dos acionistas. Ao direito caberia, tão somente, proteger os interesses dos acionistas, atuando contra condutas dos administradores que fossem de encontro à busca do lucro e sua distribuição entre os acionistas.[131]

Embora simpatizasse com o argumento de Berle sobre o estabelecimento de um controle jurídico para garantir a atuação adequada dos administradores no que tange à distribuição dos lucros da companhia aos acionistas, Dodd sustentava que as responsabilidades sociais inerentes aos poderes dos administradores sinalizavam que o direito deveria atuar positivamente no sentido de exigir e tutelar sua utilização em benefício tanto dos acionistas quanto dos demais grupos sociais cujos interesses deveriam ser considerados, como os consumidores e os empregados.[132]

Segundo Ana Frazão, a discussão travada por Dodd e Berle teve a virtude de "superar a posição dos administradores como *trustees* e titulares de deveres somente perante os acionistas, ressaltando a responsabilidade dos mesmos em relação a outros interesses".[133]

Defende Gunther Teubner que tal debate sobre os poderes dos administradores influenciou o desenvolvimento das ideias que, paulatinamente, transformaram tanto o direito quanto a jurisprudência estadunidense, no sentido de orientar a doutrina do dever fiduciário ao sopesamento entre os interesses dos acionistas e os interesses de outros grupos sociais.[134]

Em suma, o debate doutrinário inaugurado no início do século XX por Dodd e Berle "retrata o contraste entre a postura contratualista, típica do Estado liberal, que privilegia apenas o interesse dos acionistas, e a postura institucionalista, muitas vezes associada ao

---

[131] Para Dodd, a raiz do argumento de Berle residiria no fato de que os administradores não raramente agiam como se obter o máximo lucro para distribuir entre os acionistas não fosse o único objeto das atividades gerenciais, instigando o autor a advogar pela necessidade de se conferir "*an increased emphasis on the doctrine that managerial powers are held in trust for stockholders as sole beneficiaries of the corporate enterprise*" (DODD, Edwin Merrick, op. cit., 1147).

[132] Sobre esse aspecto, o autor é bastante claro: "*The present writer is thoroughly in sympathy with Mr. Berle's efforts to establish a legal control which will more effectually prevent corporate managers from diverting profit into their own pockets from those of stockholders, and agrees with many of the specific rules which the latter deduces from his trusteeship principle. He nevertheless believes that it is undesirable, even with the laudable purpose of giving stockholders much-needed protection against self-seeking managers, to give increased emphasis at the present time to the view that business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders. He believes that public opinion, which ultimately makes law, has made and is today making substantial strides in the direction of a view of the business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function, that this view has already had some effect upon legal theory, and that it is likely to have a greatly increased effect upon the latter in the near future*" (Ibidem, p.1147-1148).

[133] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 125.

[134] TEUBNER, Gunther, op. cit., p. 152.

Estado social, que procura abarcar interesses de outros *stakeholders*",[135] permanecendo atual e guardando relação estreita com o recente debate travado entre Bebchuck, Tallarita e Bainbridge, de um lado, e Mayer e Lipton, de outro, conforme anteriormente mencionado.

Nesse contexto, não se pode ignorar a influência da teoria do *shareholder value*[136] como balizadora do interesse social (o qual, nessa acepção, se traduz como interesse dos acionistas) no âmbito da companhia. Argumenta-se que o sucesso dessa orientação de gestão está justamente em seu caráter de simplicidade e em suposta capacidade de prover segurança jurídica à administração da companhia.

Não obstante, como destaca Ana Frazão, a teoria do *shareholder value* também traz como efeitos a geração de altos custos sociais e de externalidades negativas, visto que produz incentivos para a assunção de riscos de maneira exacerbada, com vistas à obtenção de retornos a curto prazo, sacrificando a inovação (posto que se observa, na prática, uma diminuição de recursos para pesquisa e desenvolvimento), a mão de obra qualificada e a alocação de recursos essenciais ao crescimento sustentável de longo prazo.[137]

---

[135] FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 79-109, dez. 2021. p. 80.

[136] A ideia do *shareholder value* é a criação de valor a partir de decisões de negócios tomadas pela administração que permitem à companhia aumentar seus lucros, os dividendos a serem distribuídos aos acionistas e/ou o preço de suas ações.

[137] Segundo a autora, um dos efeitos mais perigosos dessa compreensão de interesse da companhia é a "delinquência corporativa, na medida em que, ao reforçar o compromisso *single-pointed* com o lucro a curto prazo sem maiores questionamentos, pode criar incentivos perversos para a própria prática de atos ilícitos." (FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 79-109, dez. 2021. p. 84). A esse respeito, pode-se citar como exemplo o caso da *Purdue Pharma* e seu envolvimento com o agravamento da crise dos opiáceos (derivados sintéticos do ópio) nos Estados Unidos. Em síntese, a farmacêutica, gerida e controlada pela família Sackler, conhecida internacionalmente por seu envolvimento em filantropia, desenvolveu e produziu, a partir da metade da década de 1990, o medicamento analgésico opióide *OxyContin*, alegando ser uma alternativa segura aos opióides viciantes do passado e elegível ao tratamento da dor. Com uma campanha de *marketing* agressiva e práticas que envolviam pagamentos e recompensas aos médicos que prescreviam frequentemente o medicamento em doses excessivamente altas, obteve a popularização do produto no país e um retorno financeiro impressionante. Todavia, a companhia deliberadamente escondeu o potencial altamente viciante do medicamento, cuja popularização as autoridades americanas relacionam diretamente à crise de saúde pública (responsável pela morte de cerca de 500.000 pessoas no país nas últimas duas décadas) até então considerada a mais grave desde a epidemia de AIDS até o advento da pandemia do coronavírus. A companhia foi alvo de diversos processos judiciais e, em função disso, requereu falência em 2019. A sentença de decretação da falência e consequente dissolução da companhia previu um acordo de cerca de 4,5 bilhões de dólares garantindo imunidade à família Sackler em futuros processos criminais. O caso foi tema do documentário "*The Crime of the Century*" ("O Crime do Século", de Alex Gibney, produzido pela HBO) e do livro *Empire of Pain*, de Patrick Radden Keefe, descrito pelo jornal The Guardian como um "um conto épico e intrinsecamente estruturado de obsessão, ganância e irresponsabilidade corporativa vertiginosa". Sobre o tema, vejam-se: SÁNCHEZ-VALLEJO, María Antonia. Júri popular considera três grandes redes de farmácias responsáveis pela crise de opioides nos EUA. **El País**, Nova York, 23 nov. 2021. Sociedade. Disponível em: https://brasil.elpais.com/sociedade/2021-11-23/juri-popular-considera-tres-grandes-redes-de-farmacias-responsaveis-pela-crise-de-opioides-nos-eua.html. Acesso em 02 jul. 2022; SÁNCHEZ-VALLEJO, María Antonia. Justiça dos EUA encerra litígio contra Purdue Pharma pela crise dos opioides. **El País**, Nova York, 21

O compromisso adotado pela *Business Roundtable* em 2019 no sentido de conferir importância especial aos *stakeholders* sinaliza o reforço a uma visão mais abrangente do interesse social e da finalidade precípua das companhias.

Na esteira do que comenta Julya Wellisch, a visão sobre a responsabilidade social corporativa vem sendo transformada, conferindo cada vez mais importância à abordagem pautada em princípios e valores, bem como voltada à expansão "da estrutura tradicional focada apenas no lucro para incluir outras duas áreas de desempenho – no caso, os impactos sociais e ambientais de uma empresa" no desenvolvimento das estratégias dos modelos de negócio empresarial.[138]

Por conseguinte, a referida autora indica que os efeitos da adoção de uma perspectiva mais sustentável se dariam tanto sobre as métricas da eficiência empresarial em sentido estrito, quanto sobre elementos como o atendimento aos crescentes requisitos impostos pela regulação e a consequente diminuição da incidência de multas regulatórias, a melhoria na relação com a força de trabalho e seus impactos positivos na produtividade, e o estímulo à inovação de produtos, processos e serviços.[139]

Todavia, esse movimento não vem passando incólume ao exame crítico, tanto por parte da doutrina quanto no próprio ambiente empresarial. O ceticismo fundamenta-se sobre questões de diversas ordens, como a ideia de que seria impossível conciliar o escopo lucrativo das companhias com a busca pela concretização dos interesses dos *stakeholders*; o risco de que as companhias se utilizem desse expediente como mera estratégia de publicidade, sem que o considerem em suas práticas negociais; e, até mesmo, que companhias incorram em

---

set. 2021. Sociedade. Disponível em: https://brasil.elpais.com/sociedade/2021-09-01/justica-dos-eua-encerra-litigio-contra-purdue-pharma-pela-crise-de-opioides.html. Acesso em 02 jul. 2022; MARS, Amanda. A crise dos opiáceos: veneno para a economia norte-americana. **El País**, Washington, 29 dez. 2017. Economia. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2017/12/27/economia/1514407222_099823.html. Acesso em 02 jul. 2022.; ALI, Lorraine. Big Pharma said there's 'no dose too high' to fight pain. But the costs keep mounting. **Los Angeles Times**, Los Angeles, 10 mai. 2021. Television. Disponível em: https://www.latimes.com/entertainment-arts/tv/story/2021-05-10/hbo-the-crime-of-the-century-sackler-purdue-opioid-alex-gibney. Acesso em 02 jul. 2022; O'HAGAN, Sean. Interview.
Patrick Radden Keefe on exposing the Sackler family's links to the opioid crisis. **The Guardian**, 27 fev. 2022. The Observer. Disponível em: https://www.theguardian.com/us-news/2022/feb/27/empire-of-pain-patrick-radden-keefe-sackler-opioid-crisis-oxycontin. Acesso em 02 jul. 2022.

[138] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Gestão de recursos de terceiros e fatores ESG (*Environmental, Social & Governance*): riscos, oportunidades e desafios para a construção de mandatos de investimentos. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 327-357, dez. 2021. p. 343. Cumpre observar que a autora diferencia a atual concepção de responsabilidade social corporativa das atividades de cunho social e filantrópico que foram desenvolvidas por algumas sociedades empresárias ao longo dos anos.

[139] Ibidem, p. 343.

condutas pautadas em fraude e manipulação da opinião pública quando supostamente estariam incorporando valores caros ao chamado "capitalismo de *stakeholders*".[140]

Sobre esse ponto, destaca-se a já mencionada análise de Bebchuck e Tallarita, no sentido de que o capitalismo de *stakeholders* seria ineficaz na prática e, mais do que isso, poderia desencadear efeitos deletérios. Dentre eles, o principal problema seria o de frear o tratamento de algumas questões relevantes por meio de instrumentos mais adequados, como reformas legislativas e regulatórias, deslocando-as para as decisões da administração das companhias.

Assim, a tutela dos interesses associados aos *stakeholders* restaria prejudicada, porquanto não exercida pelos meios mais aptos e aplicáveis a todos os agentes econômicos que se propõem a exercer determinada atividade.

Sob esse enfoque, o fato de determinada companhia prestigiar o capitalismo de *stakeholders* sem que haja imposição legal nesse sentido (e, consequentemente, exigibilidade que os demais agentes econômicos assim procedam) poderia, inclusive, gerar um problema concorrencial, uma vez que eventuais concorrentes, que não adotem tais práticas no exercício da empresa, não teriam os custos correspondentes e, consequentemente, seriam mais competitivos, podendo praticar preços menores (sem reduzir rentabilidade) e, portanto, dominar a fatia de mercado daquele agente menos eficiente (em razão da adoção de práticas que levam em conta interesses dos *stakeholders*).

1.4 Síntese a respeito do estado da arte do conceito de interesse social no Brasil

Com a introdução da Lei n° 6.404/1976 no ordenamento jurídico brasileiro, inaugurou-se um novo regime no que tange às sociedades anônimas. A reforma do sistema até então vigente – estruturado pelo Decreto-lei n° 2.627/1940 – visava pavimentar o caminho para a simplificação da captação de recursos no mercado de capitais.

A busca por esse objetivo perpassou a ideia de que seria necessário delimitar adequadamente os poderes e deveres do acionista controlador, nos termos dos artigos 116 e 117, bem como dos administradores das companhias, conforme tratamento conferido pelos artigos 153 a 157, com especial relevância ao artigo 154.[141]

---

[140] FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. I, p. 79-109, dez. 2021. p. 80.

[141] "Art. 154. 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**. § 1º O

Como já destacado anteriormente, a Lei da S.A. evidencia, em diversos dispositivos, que há interesse próprio da companhia diverso do interesse dos acionistas.[142] Nesse contexto, destaca-se principalmente a previsão contida no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A.,[143] cuja eficácia como balizadora do interesse social permanece objeto de polêmica e debate na doutrina especializada: seria o dispositivo em questão um indício de que a lei teria adotado uma posição institucionalista, mesmo inserida em um ordenamento jurídico-empresarial de caráter majoritariamente contratualista?

Analisando o fenômeno da empresa à luz do ideário da função social, Alfredo Lamy Filho sustentou que o poder empresarial exercido pela companhia participa do interesse público, advogando que a matéria teria sido consagrada pela Lei das S.A. de 1976 e, consequentemente, não restariam mais dúvidas autorizativas de qualquer divergência no direito brasileiro.[144]

Engana-se, no entanto, quem interpreta tal posicionamento como se autor estivesse se vinculando à corrente institucionalista. Tanto para Alfredo Lamy Filho quanto para José Luiz Bulhões Pedreira, a lei societária brasileira segue a matriz contratualista.[145]

---

administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. § 2° É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo. § 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia. § 4º 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.**" (grifos nossos).

[142] Vejam-se, exemplificativamente, os artigos 115; 117, § 1°, "c" e "e"; 129, § 2°; 147, § 3°, II; 154, parágrafo único; 156; 159; 163 e 225, I, todos da Lei n° 6.404/1976.

[143] Lei n° 6.404/1976, artigo 116: "[...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender." (grifos acrescentados).

[144] Na esteira desse raciocínio, o autor, que foi um dos autores do anteprojeto que posteriormente resultou na Lei n° 6.404/1976, comentando a ideia de que todas as companhias possuem um elemento de interesse público, inclusive fazendo referência ao debate entre Berle e Dodd e à posterior mudança de orientação do primeiro, argumentou que "em verdade, a matéria não mais comporta divergência no direito brasileiro, pois já foi consagrada na vigente Lei de Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) que, no art. 154, prescreveu [...]. Da mesma forma, no art. 116, parágrafo único, ao disciplinar a figura do acionista controlador, dispôs [...]. A satisfação desses deveres e responsabilidades há que traduzir-se na busca atenta e permanente da conciliação do interesse empresarial com o interesse público; no atendimento aos reclamos da economia nacional, como um todo, na identificação da ação empresarial com as reivindicações comunitárias [...] o dever social da empresa é, também, um compromisso permanente com a reumanização da economia [...]. O comportamento ético da empresa, sua orientação no sentido da observância do interesse público, é, pois, um dever legal, já agora inscrito em nosso direito positivo" (LAMY FILHO, Alfredo. A função social da empresa e o imperativo de sua reumanização. **Revista de Direito Administrativo**. n. 190, p.54-60, out./dez. 1992. p. 59-60).

[145] LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 62-68.

Bulhões Pedreira apontou que, embora a natureza jurídica da companhia tenha sido objeto de divergências doutrinárias em torno das concepções contratualistas e institucionalistas, isso não provocou efeitos em relação ao direito positivo. Assim, tanto no Brasil como na Europa continental a legislação seguiu a orientação contratualista, a despeito da quantidade de normas imperativas quanto ao tema nesses ordenamentos jurídicos.[146]

Na esteira desse raciocínio, sustenta que o artigo 83 da Lei nº 6.404/1976 contém expressa previsão legal sobre a natureza contratual da companhia, destacando que o direito brasileiro "regula a companhia como contrato de sociedade comercial sujeito a normas legais imperativas que têm por fim proteger interesses de terceiros ou de acionistas e assegurar que a companhia desempenhe sua função social"[147] e, mais importante, nega que tais deveres, sobretudo os constantes do parágrafo único do artigo 116 e no artigo 154, decorram de uma natureza institucional da companhia.

De acordo com os coautores do anteprojeto que resultou na Lei das S.A., os deveres acima referidos são depreendidos da função social da companhia e a Lei nº 6.404/1976 não prevê fim diverso do auferimento de lucros para distribuição aos acionistas, finalidade essa alcançada a partir da organização e direção da atividade empresarial constituinte do objeto social da companhia.

Assim, discordando daqueles que defendem a Lei das S.A. como diploma consagrador da natureza institucionalista, Lamy Filho e Bulhões Pedreira argumentam que a lei apenas indica que os administradores e o acionista controlador – este na qualidade de administrador supremo – têm o dever de levar em consideração outros interesses (tais como o interesse da sociedade em geral, dos trabalhadores, da comunidade em que a companhia atua e sua função social), porque, "ao dirigir e representar a companhia e a empresa, devem agir no interesse da companhia, mas levando em consideração também esses outros interesses".[148]

Destaca-se também a análise de Erasmo Valladão, para quem a disciplina jurídica da tutela ao interesse social se deu de maneira mais completa e abrangente a partir da promulgação da Lei nº 6.404/1976, uma vez que a realidade para a qual o Decreto-lei n° 2.627/1940 havia sido editado já se encontrava superada.[149]

---

[146] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Natureza jurídica da companhia. **Revista de Direito Renovar**, n. 12, p. 105-120, set./dez. 1998, *passim*.
[147] Ibidem, p. 118.
[148] LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., p. 67.
[149] De acordo com o autor, a necessidade de profunda reforma legislativa para regular o fenômeno das sociedades anônimas no Brasil decorreu, dentre outros elementos, dos seguintes: "[...] o predomínio da grande empresa na vida econômica moderna e a visão da sociedade anônima como instrumento jurídico ideal para sua organização, a distinção entre companhias abertas e fechadas, a separação entre propriedade e gestão e a responsabilidade social da grande empresa; a tendência para a universalização na regulação das companhias e o

Segundo o autor, a Lei n° 6.404/1976 estabeleceu um regime dual, à medida em que imputou ao acionista em geral apenas a persecução do interesse comum dos acionistas (entendido como interesse social *stricto sensu*),[150] em uma perspectiva contratualista, enquanto ao acionista controlador determinou-se a tutela de interesses diversos (interesse social *lato sensu*), como os dos demais acionistas, os dos trabalhadores, os da comunidade e os da economia nacional, vinculando-se, neste ponto, à perspectiva institucional.

Arremata que o interesse social deve ser lido como o interesse geral dos acionistas, desde que não colidente com o interesse geral da coletividade, sendo este o sentido para se compreender o parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A. e justificar, inclusive, que o interesse *stricto sensu* dos sócios ceda frente ao interesse *lato sensu* na hipótese de conflito entre eles, "o que empresta à lei do anonimato vigente acentuado caráter institucionalista".[151]

Calixto Salomão Filho, por sua vez, entende que o sistema brasileiro é marcado pela convivência entre as duas teorias – contratualismo e institucionalismo – embora essa característica não indique necessariamente a produção de resultados coerentes.[152]

---

surgimento da empresa multinacional; o fenômeno da concentração empresarial, seja através das fusões e incorporações (concentração na unidade), seja através dos grupos societários (concentração na diversidade) – estes totalmente alheios às previsões do legislador de 1940; o aparecimento de novos contratos relativos à aquisição de ações; a eclosão das sociedades de economia mista; e a conclusão de que a lei de sociedade por ações constitui um instrumento de política econômica que cumpria atualizar [...]" (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 60).

[150] Erasmo Valladão sustenta que o interesse social *stricto sensu* corresponde ao "interesse da companhia" previsto no artigo 115 da LSA, traduzindo-se no "interesse comum dos sócios enquanto sócios (*uti socii*), para distingui-lo não somente da somatória dos interesses dos sócios *uti singuli*, mas também, como quer nos parecer, de eventual interesse comum que não diga respeito à sua condição de sócios". Retomando a lição de Franscesco Galgano, argumenta que esse interesse da companhia, em função da natureza *ex causa societatis* (uma vez que guarda relação com o interesse comum dos sócios), comporta também uma pluralidade de interesses: "[...] o interesse a que o patrimônio social, formado com os aportes dos sócios, seja utilizado para o exercício de uma atividade produtiva, que constitui o objeto da sociedade; [...] o interesse a que a atividade produtiva seja voltada para a realização dos lucros; [...] o interesse a que os lucros sejam divididos entre os sócios"(FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 64-66). Sobre esse particular, ver também GALGANO, Francesco, op. cit., p. 59-60.

[151] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, op. cit., p. 63.

[152] Salomão Filho afirma que "os princípios contratualistas permeiam o sistema societário brasileiro" e ilustra seu raciocínio através da análise da regra contida no Código Civil sobre o contrato de sociedade (observa-se que o texto faz referência ao tratamento do tema pelo Código Civil de 1916, mas o mesmo raciocínio pode ser aplicado para o Código Civil de 2002, no bojo do artigo 981), apontando a existência dos traços da doutrina contratualista tradicional. Em seguida, aduz que a Lei n° 6.404/1976 introduziu objetivos diversos no ordenamento jurídico brasileiro em uma tentativa de incentivar a grande empresa, sob os seguintes aspectos: (i) auxílio à concentração empresarial e (ii) facilitação à capitalização das empresas por meio do mercado acionário. Justamente sob esse segundo aspecto se insere a orientação, ainda que mitigada, da teoria institucionalista: "Em consequência, tornou-se necessário criar regras que permitissem proteger os investidores contra o arbítrio dos sócios controladores, incentivando-os assim a participar das empresas. Procurou-se criar um sistema de proteção das minorias acionárias, baseado, entre outras coisas, na institucionalização dos poderes e deveres do sócio controlador e dos administradores. Manifestação dessa tendência é o art. 116, parágrafo único, que estabelece deveres genéricos para o acionista controlador com relação aos demais acionistas da empresa, aos trabalhadores e à comunidade em que atua. Sobre a utilidade desse tipo de declaração genérica, que não encontra tradução em regras organizativas, existem muitas dúvidas. Pode-se questionar se não acaba servindo, como ocorreu na Alemanha, para justificar atuações dos acionistas majoritários e seus representantes no interesse próprio, em

Ocorre que a legislação societária brasileira tem caráter essencialmente contratualista,[153] que não pode ser ignorado. Entretanto, a declaração de princípios contida no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A. tampouco pode ser desprezada, porquanto consiste em "declaração direta dos princípios a ordenarem o interesse social",[154] o que, segundo Salomão Filho, justificaria que as regras previstas na Lei das S.A. fossem analisadas também levando em consideração a perspectiva institucionalista, especificamente sob as lentes da teoria organizativa.[155]

Na linha de raciocínio de que o sistema brasileiro está assentado sobre uma base híbrida, uma espécie meio-termo entre as correntes institucionalistas e contratualistas no que concerne ao interesse social da companhia, que deve ser lido a partir da teoria do contrato organização, Ana Frazão pontuou que:

> [...] fica claro que a função social da empresa também está associada à sua função econômica de gerar lucros, sem o que não haveria investimento. É por isso que, na atualidade, o contratualismo e o institucionalismo, longe de serem excludentes, precisam ser integrados em abordagens que não sejam maniqueístas e possam contemplar todas as importantes facetas do interesse social.[156]

Para Calixto Salomão Filho, levando-se em conta o contexto jurídico-econômico, a teoria do contrato organização é a melhor abordagem para sistematizar juridicamente os problemas que decorrem da dificuldade em se definir os contornos do interesse social.

O ponto de partida para a compreensão da construção teórica sobre o contrato organização é a análise da diferença entre contratos associativos e contratos de permuta, sob a

---

nome de um maldefinido interesse social". Não obstante, o autor chama atenção para o fato de que a "essa tímida declaração de princípios teóricos seguiram-se outras manifestações legislativas mais práticas, de nítido caráter contratualista", como, por exemplo, duas previsões contidas na própria Lei das S.A.: atribuição de nova função ao acordo de acionistas, que privilegia o grupo controlador; e "reintrodução da oferta pública de aquisição de ações (OPA) à nova disciplina do fechamento de capital, realçam a tendência já existente no direito societário brasileiro de valorização do momento e valor da saída como forma de proteção ao acionista minoritário, o que parece indicar no sentido da ideia central do contratualismo moderno" (SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 55-57).

[153] No mesmo sentido, Ana Frazão comenta a controvérsia sobre a existência de outros interesses de cunho social no bojo do interesse social das companhias como objeto de debate mesmo nos dias atuais, tanto no direito estrangeiro como no direito brasileiro, "inclusive porque a própria Lei das S/A tem vários dispositivos fortemente contratualistas" (FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 127).

[154] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 57.

[155] Sobre a teoria organizativa, Calixto Salomão Filho defende que "com todos os ganhos em custos de transação e eficiência que sua aplicação criteriosa pode propiciar, é sem dúvida a mais apta a garantir a lucratividade dos sócios, tão almejada pelos contratualistas. Por outro lado, a mesma capacidade de organização das relações a ela submetida, proporcionada pela teoria do contrato organização, tem a capacidade de transformar a sociedade naquela célula social propulsora do desenvolvimento tão almejada pelos institucionalistas desde Rathenau" (Ibidem, p. 71-72).

[156] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 209.

qual se debruçou a doutrina moderna no sentido de mudar o parâmetro anteriormente sustentado por Ascarelli e "afirmar que o núcleo dos contratos associativos está na organização criada, enquanto nos contratos de permuta o ponto fundamental é a atribuição de direitos subjetivos".[157]

Por conseguinte, é possível atribuir como função aos contratos de permuta a criação de direitos subjetivos entre as partes contratantes, enquanto aos contratos associativos é designada a função de criação de uma organização.

Assim, o valor organização torna-se o critério diferencial do contrato social. Todavia, o interesse social não é reduzido ao estabelecimento de uma organização orientada ao mero atingimento da eficiência econômica como objetivo exclusivo. Ao contrário: a abordagem da sociedade como organização pressupõe sua compreensão como elemento que melhor pode ordenar todos os interesses que a tangenciam, bem como solucionar os conflitos que deles decorram.[158]

A relevância da teoria organizativa para a discussão sobre interesse social e natureza jurídica das companhias é sintetizada por Calixto Salomão Filho da seguinte maneira:

> Identificando-se o interesse social ao interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade, esse jamais poderá ser identificado com o interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa. Distingue-se, portanto, do contratualismo e do institucionalismo clássico, mas aproxima-se do institucionalismo integracionista, que tem nítido caráter organizativo.[159]

Em sua análise sobre o interesse social no ordenamento jurídico brasileiro, embora também admita a orientação predominantemente contratualista, Ana Frazão comenta que a Lei n° 6.404/1976 foi clara ao apontar que o interesse social não poderia ser reduzido aos interesses dos acionistas, justamente por força das cláusulas gerais previstas no artigo 116, parágrafo único e do artigo 154,[160] isto é: condicionar "o exercício dos poderes de controle e de administração à função social da empresa".[161]

---

[157] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 64. Cumpre observar que, ao distinguir contratos plurilaterais e contratos de permuta, Ascarelli chega à conclusão de que o parâmetro para identificar a pluralidade de interesses é a finalidade comum. Como decorrência lógica, a doutrina clássica diferencia os contratos associativos dos contratos de permuta a partir da aferição da existência ou não de uma finalidade comum. Sobre o tema, veja-se ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 271.

[158] SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 64-65.

[159] Ibidem, p. 65. No mesmo sentido, tem-se a lição de Francesco Galgano, para quem tanto o institucionalismo quanto o contratualismo, em suas versões clássicas, seriam insuficientes e inadequados para explicar o interesse social no âmbito da atual realidade do fenômeno representado pelas grandes sociedades anônimas. GALGANO, Francesco, op. cit., p. 65.

[160] Afirma a autora que é "significativo o fato de o legislador de 1976 ter se utilizado da expressão 'interesse da companhia' em várias passagens, para o fim de distingui-lo do interesse os acionistas" (FRAZÃO, Ana. **Função**

Não obstante, a autora sustenta que a orientação a partir dessa cláusula geral é controversa e de difícil compreensão, principalmente em razão de dois aspectos: (i) mesmo com as previsões dos dispositivos acima mencionados, a Lei das S.A. não assumiu caráter consistentemente institucionalista ou a favor da nova concepção de interesse social; e (ii) o diploma legal em questão também não previu de maneira efetiva os instrumentos aptos a implementarem esse feixe de interesses sociais sob a abordagem da responsabilidade civil.

Diante disso, ganha relevo a ideia de que esses dispositivos representariam, na verdade, normas meramente programáticas, faltando-lhes substrato de aplicação prática.

A despeito das diversas teorias desenvolvidas no afã de delimitar o conceito jurídico de interesse social, verificou-se a existência múltiplos interesses a priori contrastantes, os quais devem ser harmonizados pela companhia. Nessa linha, concluiu Renato Ventura Ribeiro que "a busca do interesse social deve ser a conciliação de todos os interesses envolvidos, com o objetivo de maximização de sua satisfação, para que o atendimento conjunto de todos alcance o melhor resultado em termos de eficiência e pacificação social".[162]

Assim, ainda que não se possa atribuir à companhia – e ao interesse social – natureza institucionalista apenas por força dos artigos 116, parágrafo único e 154 da Lei nº 6.404/1976, Ana Frazão entende que é necessário, a exemplo do que já ocorre em outros ordenamentos jurídicos, adotar um esforço conciliatório entre premissas contratualistas e institucionalistas. Isso porque os princípios da ordem econômica esculpidos no texto constitucional brasileiro, conforme a previsão do artigo 170, têm o poder de ampliar "noção de interesse social e os propósitos do direito societário, ao mesmo tempo em que prestigiam a livre iniciativa, os interesses dos acionistas e a dimensão individual de suas participações societárias".[163]

Não se pode deixar de ter em mente que as normas e princípios constitucionais devem ser aplicados de modo efetivo, pelo que a interpretação das leis ordinárias, como é o caso da Lei das S.A., deve ser guiada pelo que estabelece a Constituição.

Nesse sentido, o interesse social da companhia (que é a geração de valor para o acionista no longo prazo) encontra limites tanto na legislação ordinária que lhe for aplicável quanto nas normas constitucionais. Ou seja, a geração de valor não pode se dar a qualquer custo e sem observar qualquer regra.

---

social da empresa. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 127).

[161] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 136.

[162] RIBEIRO, Renato Ventura, op. cit., p. 122.

[163] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 211.

Destaque-se que a Constituição Federal possui caráter garantista, privilegiando a dignidade da pessoa humana e o bem-estar social (cf. artigos 1º e 3º).[164] Para tanto, são estabelecidos princípios e normas que visam à concretização de direitos fundamentais, elegíveis a conferir vida digna a toda população, como a livre iniciativa (cf. artigos 1º, IV; e 170), a igualdade entre gêneros (cf. artigo 5º, I), a função social da propriedade (cf. artigo 5º, XXIII), os direitos sociais (cf. artigo 6º e 7º) e o meio-ambiente ecologicamente equilibrado (cf. artigo 225).

Nota-se que dentre os objetivos fundamentais da República encontra-se tutela das pessoas (enquanto indivíduos), da coletividade (ou seja, da sociedade como um todo) e do Estado, tendo como norte a construção de uma sociedade livre, justa e solidária, a erradicação da pobreza e da marginalização, a redução das desigualdades sociais e regionais e a promoção do bem de todos, sem preconceitos ou discriminação.

Tendo em vista a necessária coerência do ordenamento jurídico e a prevalência das normas constitucionais, tais princípios fundamentais vinculam a interpretação das normas infraconstitucionais, provocando a reconstrução dos pressupostos do direito privado, conforme a Constituição.[165]

Diretamente relacionado à temática ESG, o artigo 225 da Constituição assegura a todos direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, alçando-o à categoria de bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, bem como impondo ao Poder

---

[164] A respeito da dignidade da pessoa humana, Ives Gandra Martins Filho anotou que: "A dignidade é essencialmente um atributo da pessoa humana: pelo simples fato de 'ser' humano, a pessoa merece todo o respeito, independentemente de sua origem, raça, sexo, idade, estado civil ou condição social e econômica. Nesse sentido, o conceito de dignidade da pessoa humana não pode ser relativizado: a pessoa humana, enquanto tal, não perde sua dignidade quer por suas deficiências físicas, quer mesmo por seus desvios morais. [...] Com efeito, a ideia de dignidade da pessoa humana está na base do reconhecimento dos direitos humanos fundamentais (FILHO, Ives Gandra Martins. Direitos Fundamentais: In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; MENDES, Gilmar Ferreira; NASCIMENTO, Carlos Valder do (coords.). **Tratado de direito constitucional**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 281-282). Cabe registrar, também, a advertência formulada por Ana Paula de Barcellos: "A garantia dos direitos individuais clássicos tornou-se insuficiente, na medida em que o Estado deixou de ser o único opressor. A lógica aleatória e impessoal do mercado capitalista livre era capaz de negar aos indivíduos bens absolutamente fundamentais, a despeito da liberdade garantida e do empenho que se pudesse empregar para obter tais bens. Sem essas condições materiais mínimas, e.g., de educação, saúde, alimentação, informação etc., os direitos individuais e políticos eram pouco mais que papel e tinta. Pelas mesmas razões, a democracia, sem que todos os participantes da deliberação tenham condições básicas de dignidade material, descreve apenas uma ficção. A conclusão, portanto, é simples: esses três grupos de direitos não estão propriamente em oposição, antes se complementam, na medida em que os direitos sociais viabilizam o exercício real e consciente dos direitos individuais e políticos e que todos, conjuntamente, contribuem para a realização da dignidade humana. Desde o início do século XX, portanto, tem-se procurado transformar o atendimento dessas necessidades em direitos, introduzindo-os no ordenamento jurídico. Esta foi a fórmula encontrada para afirmar que esses bens fundamentais formam imperativos da dignidade humana, não podendo depender da provisão do mercado (BARCELLOS, Ana Paula de. **A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: o princípio da dignidade da pessoa humana**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 134-137).

[165] FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 183.

Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.[166]

Chama-se a atenção para o fato de a norma constitucional direcionar tanto ao Poder Público quanto à coletividade (grupo do qual as companhias fazem parte) o dever de defender e preservar o meio ambiente tanto para as gerações presentes quanto para as futuras, em nítido alinhamento com os ditames da sustentabilidade (que serão estudados na Seção 2).[167]

Mudando-se o foco para o eixo do empreendedor, o princípio da livre iniciativa foi reforçado, em sede infraconstitucional, pela Lei n° 13.874/2019 ("Lei de Liberdade Econômica"), que estabeleceu normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica, bem como fixou balizas para a atuação do Estado como agente normativo e regulador. Dentre os princípios fixados pela referida lei, constam o da boa-fé do particular perante o poder público e a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas.

Nesse contexto de "intervenção mínima" do Estado, aumenta-se a importância da atuação de boa-fé pelo particular, que deverá assegurar o cumprimento dos deveres legais a que está sujeito, inclusive e sobretudo daqueles que decorrem da Constituição.

Assim, a conciliação entre as premissas contratualista e institucionalista a respeito do interesse social pode ser resumida justamente no reconhecimento de que, segundo o ordenamento jurídico brasileiro, a companhia possui natureza contratualista e o interesse social deve ser guiado pelo princípio da maximização da geração de valor para o acionista. Contudo, esse princípio orientador do interesse social não pode ser perseguido de forma totalmente livre. Deve ser balizado justamente pela consideração de interesses outros que não os dos acionistas (notadamente, os dos *stakeholders*), como aplicação efetiva da função social da empresa e em observância às regras e princípios constitucionais.[168]

---

[166] Para José Afonso da Silva, mesmo não tendo sido consignado no âmbito do artigo 6º da Constituição, mas em capítulo próprio, o direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado integra "o título da ordem social" (SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 17. ed. São Paulo: Malheiros, 2000. p. 317).

[167] Sobre a prevalência dos valores ecológicos sobre os bens ou valores individuais, Branca Martins da Cruz elaborou pertinente síntese: "O direito ao ambiente apresenta-se ao Direito como uma realidade jurídica complexa e multiforme e dele terá de fazer-se sempre uma leitura valorativa, baseada numa ética social ambiental que faça prevalecer os valores ecológicos sobre os bens ou valores humanos individuais, pois, como já dissemos, ele mais não é do que uma parcela do vasto direito social pertença de toda a comunidade" (CRUZ, Branca Martins da. Importância da Constitucionalização do Direito ao Ambiente. In: BONAVIDES, Paulo; MORAES, Germana; ROSAS, Roberto (orgs.). **Estudos de Direito Constitucional em homenagem a Cesar Asfor Rocha (Teoria da Constituição, direitos fundamentais e jurisdição).** Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 219).

[168] Cabe registrar o posicionamento de Mauricio Moreira Menezes, que entende que a companhia possui natureza contratualista (notadamente, um contrato plurilateral), mas propõe uma releitura do institucionalismo "em conexão com o exercício da empresa, diante do alcance de sua função socioeconômica, que justifica sua

Vale transcrever a acurada síntese de Arnoldo Wald sobre esse particular:

> Podemos afirmar, assim, que está ultrapassada uma fase do direito comercial que fazia prevalecer sempre e exclusivamente a vontade e o interesse dos detentores do capital e, em particular, dos controladores. Na nova fase, que se iniciou com o Código Civil, instituiu-se uma verdadeira democracia empresarial que deve corresponder à democracia política, vigorante em nosso país, substituindo-se o poder arbitrário do dono da empresa por um equilíbrio que deve passar a existir entre as diversas forças que cooperam para a realização das finalidades empresariais. Consolida-se, assim, uma nova conceituação da empresa como organização com fins lucrativos, mas com estrutura e espírito de parceria entre todos aqueles que dela participam sob as formas mais diversas.[169]

Por todo o exposto ao longo desta seção, entende-se é possível sustentar duas abordagens relativas ao conceito de interesse social no direito brasileiro: (i) uma, de viés estritamente contratualista, no sentido de que o interesse social consiste na priorização da geração de valor de longo prazo para o acionista, levando-se em consideração os interesses dos *stakeholders* que se relacionam com a companhia; e (ii) outra, que busca conciliar orientação preponderantemente contratualista com a visão institucionalista, que se diferencia da anterior justamente por entender que a consideração dos interesses dos *stakeholders* não se restringe a buscar atender tais interesses dentro do mero cumprimento do dever de legalidade, devendo ir além do cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis à atividade regular da companhia.

Ao exercer empresa, a companhia está sujeita a diversas obrigações legais e regulatórias (a depender da atividade que exerça) e o cumprimento dessas obrigações não significa nada além do estrito cumprimento do mínimo exigível para que tal companhia funcione regularmente.

Toda e qualquer medida que tenha por objetivo prestigiar os *stakeholders* e ultrapasse as obrigações exigidas por lei aplicáveis a determinada companhia corresponde a ação de responsabilidade social corporativa, cuja extensão, pertinência, conveniência e oportunidade deverão ser ponderadas pelos administradores, sempre tendo como norte a geração de valor de longo prazo.[170]

---

preservação e incentiva seu desenvolvimento" (MENEZES, Mauricio Moreira. Companhia Institucional? In: TAVARES, Marcelo Leonardo. (Org.). **Empresa e atividades econômicas**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015, p. 78-79, *passim*.

[169] WALD, Arnoldo. Uma nova visão da empresa e do seu regime jurídico (Do Código Civil ao Projeto do Código Comercial). In: BARBOSA, Henrique. SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (Coord.). **A evolução do direito empresarial e obrigacional**. Os 18 anos do Código Civil. Societário & Direito de Empresa. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1. p. 128-129.

[170] É nesse exato sentido o entendimento de Claudia Schubert, no contexto da legislação societária alemã contemporânea. Veja-se: "[...] é de importância central como o interesse da companhia deve ser determinado com relação às preocupações da responsabilidade social corporativa. A persecução dos objetivos comerciais pela

Em uma palavra: aos administradores é lícito praticar atos e aprovar ações de responsabilidade de social corporativa (assim entendidas aquelas ações que ultrapassam o mero cumprimento regular de obrigações impostas por lei ou pela regulação) que podem gerar despesas que prejudiquem a apuração de lucro de curto prazo, mas que visem a geração de lucro e preservação da empresa no longo prazo.

No que interessa especificamente o recorte metodológico desta pesquisa, deve-se reconhecer a dificuldade de empreender esse esforço no sentido de dar concretude à noção de interesse social no âmbito das companhias, mas, ao mesmo tempo, apontar uma consequência direta do interesse social que não deve ser negligenciada: a legitimação da responsabilidade social voluntária,[171] a qual está cada vez mais presente na prática empresarial brasileira e guarda intrínseca relação com o fenômeno ESG, encontrando fundamento tanto no texto constitucional quanto na legislação infraconstitucional por força de previsão específica contida no artigo 154, § 4º, da Lei n° 6.404/1976.

---

companhia, de acordo com seus estatutos, não pode ser relativizada pela responsabilidade social. A responsabilidade social corporativa pode, no máximo, ter uma influência na ponderação geral dos interesses conflitantes para a administração. Em termos de efeitos na gestão empresarial, entretanto, sob o ponto de vista de incentivos, aqueles para a assunção de compromisso voluntário pela companhia ficam claramente aquém daqueles decorrentes das exigências legais do Estado para o curso normal dos negócios da companhia. Se os legisladores chegarem à conclusão de que, tendo em vista os interesses do público em geral ou de grupos de interesses que necessitam de proteção, são necessários requisitos obrigatórios mais abrangentes, tais requisitos podem ser impostos por lei, dentro dos limites da Constituição. Entretanto, tal linha de ação não pode ser substituída pelas ações da administração da companhia se for contrária aos seus objetivos e interesses comerciais". Tradução livre do original "*Von zentraler Bedeutung ist daher, wie das Unternehmensinteresse im Hinblick auf die CSR-Belange zu bestimmen ist. Solange die Gesellschaft nach ihrer Satzung erwerbswirtschaftliche Zwecke verfolgt, kann dies nicht durch die soziale Verantwortung des Unternehmens relativiert werden. CSR kann somit höchstens Einfluss auf die Gesamtabwägung der widerstreitenden, für die Geschäftsführung relevanten Interessen haben. In seiner Wirkung auf die Geschäftsführung bleibt ein über die Legalitätspflicht hinausgehender Anreiz zur Selbstverpflichtung der Gesellschaft in seiner Regelungsintensität indes hinter zwingenden gesetzlichen Vorgaben des Staates für das unternehmerische Handeln der AG klar zurück. Kommen die nationalen Gesetzgeber zu dem Schluss, dass es angesichts der Interessen der Allgemeinheit oder schutzbedürftiger Interessengruppen weitergehender zwingender Vorgaben bedarf, können solche in den Grenzen der Verfassung durch zwingendes Recht gezogen werden. Allerdings kann ein solches Vorgehen nicht durch das Handeln der Geschäftsführung der Gesellschaft substituiert werden, wenn es der erwerbwirtschaftlichen Zielsetzung und dem Unternehmensinteresse zuwiderläuft*." (SCHUBERT, Claudia. **Das Unternehmensinteresse - Maßstab für die Organwalter der Aktiengesellschaft**. Baden-Baden: Nomos, 2020, p. 87).

[171] Sobre esse particular, Ana Frazão defende que é estritamente necessário legitimar a ideia da responsabilidade social voluntária, a qual se manifesta a partir de doações e demais práticas de viés altruísta que possam ser adotadas pelas sociedades empresárias, sobretudo no que tange à sua consideração enquanto práticas lícitas e adequadas ao interesse social, tanto em sua dimensão interna quanto externa. A exceção, segundo a professora, se daria para os casos em que se verifique "manifesta desproporção ou da possibilidade de comprometimento da própria realização do objeto social ou da manutenção da empresa." (FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar. 2011, p. 212).

2 O FENÔMENO "ESG" – ASPECTOS TEÓRICOS

A sociedade contemporânea tem enfrentado incontáveis desafios decorrentes de décadas – e, por que não dizer, séculos – da ação humana inconsequente sobre o planeta Terra. Os efeitos desse modelo de exploração irresponsável dos recursos naturais, dentre os quais estão o aquecimento global, o assoreamento de rios, o derretimento das calotas polares, o aumento do nível dos oceanos e a presença de grandes quantidades de lixo, a desertificação das áreas antes consideradas produtivas, entre outros, são amplamente sentidos e têm suscitado intenso debate atualmente.[172]

Diante desse cenário, ganha importância e substância a discussão sobre a necessidade de a humanidade adotar como paradigma um modelo de produção e consumo cujo fundamento principal seja a ideia de sustentabilidade, sobretudo após os desafios trazidos pela conjuntura da crise pandêmica causada pela Covid-19.[173] Em outras palavras, torna-se imperativo proceder à compatibilização entre a atividade econômica e a manutenção de um ambiente natural adequado, haja vista que os seres humanos são essenciais à primeira e, ao mesmo tempo, não sobrevivem sem o segundo.

O conceito por trás da sustentabilidade, cunhado no relatório intitulado "Nosso futuro comum", elaborado em 1987 pela Comissão Mundial sobre Desenvolvimento e Meio Ambiente da Organização das Nações Unidas (ONU), é o de satisfazer as necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades.[174]

---

[172] Para maior detalhamento de alguns desses fenômenos, v. INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE – IPCC. **Climate Change 2014 Synthesis Report**. Contribution of Working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, R.K. Pachauri and L.A. Meyer (eds.)]. IPCC: Genebra, 2014, 151 p.

[173] Em 11 de março de 2020, a Organização Mundial de Saúde – OMS declarou que a contaminação pelo "Coronavírus da Síndrome Respiratória Aguda Grave 2" (SARS-CoV-2), causador da doença denominada COVID-19, se caracterizava como pandemia. Aponta-se como "efeito colateral" da pandemia da Covid-19 o aumento da consciência sobre a materialização de alguns desses riscos, principalmente aqueles relacionados às questões sanitárias. (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS. **A Agenda ASG e o Mercado de Capitais**. Uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro: CVM, 2022. p. 24.)

[174] No original: "Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. The concept of sustainable development does imply limits - not absolute limits but limitations imposed by the present state of technology and social organization on environmental resources and by the ability of the biosphere to absorb the effects of human activities" (ONU. **Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future**. Organização das Nações Unidas, 1987. Disponível em: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf. Acesso em: 26 mar. 2022.)

Essa trajetória orientada para a sustentabilidade tem contado, ao longo do tempo, com diversos compromissos internacionalmente firmados. Destaca-se, por exemplo, a realização da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento, popularmente conhecida como Rio-92 ou Cúpula da Terra, no ano de 1992, no âmbito da qual 179 países subscreveram documento intitulado "Agenda 21 Global", que consubstanciou plano de ações com o objetivo de implementar, em todo o planeta, o desenvolvimento sustentável, incluindo temas de proteção ambiental, justiça social e eficiência econômica.[175]

Na mesma linha, durante a Conferência de Desenvolvimento Sustentável realizada no Rio de Janeiro em junho de 2012 (também conhecida como Rio+20), a Assembleia Geral da ONU aprovou o documento "O futuro que queremos", o qual indica a erradicação da pobreza como o maior desafio global da atualidade e requisito essencial para o alcance de um desenvolvimento sustentável, apontando o compromisso de libertar a humanidade da pobreza e da fome como uma questão urgente.[176]

É imprescindível citar a adoção de outro documento pela Assembleia Geral da ONU, desta vez em setembro de 2015, resultante da cúpula das Nações Unidas para definição de plano de ação referente à agenda de desenvolvimento sustentável para o período entre os anos de 2015 e 2030: a chamada Agenda 2030. Nele encontram-se definidos os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável e estabelecidas 169 metas a serem atingidas até 2030 a fim de que aqueles sejam cumpridos.[177]

Igualmente, cumpre mencionar o Acordo de Paris, celebrado em dezembro de 2015. Tal convenção internacional representa a assunção de diversos compromissos, pelas nações signatárias,[178] no que tange à mudança climática, objetivando a mitigação dos efeitos e a adaptação adequada ao novo *ethos* que se vislumbra.

Nesse contexto de crescente convergência de atenções de diversos entes da comunidade internacional com a temática do desenvolvimento sustentável, surgiu o fenômeno "ESG", o qual vem ganhando relevância no debate público e no ambiente corporativo de maneira exponencial.

---

[175] ONU. UNCED - Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento (1992). **Agenda 21 (global)**. Brasília: Ministério do Meio Ambiente – MMA. Disponível em: https://antigo.mma.gov.br/responsabilidade-socioambiental/agenda-21/agenda-21-global.html. Acesso em: 26 mar. 2022.

[176] ONU. Resolution A/RES/66/288. **The future we want**. Organização das Nações Unidas, 2012. Disponível em: https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/66/288&Lang=E. Acesso em: 26 mar. 2022.

[177] ONU. Resolution A/RES/70/1. **The 2030 Agenda**. Organização das Nações Unidas, 2015. Disponível em: https://undocs.org/en/A/RES/70/1. Acesso em: 26 mar. 2022.

[178] Dentre elas o Brasil, pois o Acordo de Paris foi ratificado em 12.09.2016 e promulgado em 05.06.2017, por meio do Decreto n° 9.073/2017.

A sigla ESG é utilizada para abreviar *environmental, social and governance*, termos em inglês que significam meio ambiente, social e governança. No contexto atual, tais aspectos devem ser objeto de atenção das sociedades empresárias e a forma como tais entidades lidam com as questões abrangidas pelo ESG são levadas em consideração tanto por financiadores quanto por consumidores.

Essa breve síntese visa apresentar os temas que serão abordados de maneira detalhada nesta seção, no âmbito do qual buscar-se-á traçar um panorama do surgimento e da evolução dos conceitos que culminaram na criação e na popularização atual do fenômeno ESG. Nesse sentido, faz-se mister demonstrar que tal evolução está intrinsecamente relacionada ao desenvolvimento do conceito de sustentabilidade.

Por conseguinte, optou-se por estruturar esta seção de acordo com a seguinte lógica: (i) apresentar a origem e evolução do fenômeno ESG, a partir da análise de seu contexto de criação enquanto termo "autônomo" e a interligação com a trajetória da sustentabilidade desde suas primeiras manifestações à abordagem atual, destacando-se a importância da Agenda 2030 para a transição para um modelo de produção e consumo de caráter sustentável; (ii) analisar de maneira pormenorizada cada eixo do acrônimo ESG (isto é, ambiental, social e governança); (iii) abordar o problema da multiplicidade de conceitos derivados das diferentes interpretações que foram surgindo em paralelo ao crescimento do fenômeno ESG; e, finalmente (iv) compreender como a evolução do ESG, embora tenha propiciado sua ampla aceitação no ambiente corporativo, também sirva de fundamento para as pesadas críticas que o fenômeno tem experimentado nos últimos anos.

2.1 Origem e evolução

Nesta seção, pretende-se demonstrar, especificamente, que o conceito ESG surgiu em 2004, no âmbito do relatório da Organização das Nações Unidas "*Who Cares Wins Report*",[179] e foi evoluindo até sua compreensão atual, a qual comporta uma multiplicidade de

[179] ONU. THE GLOBAL COMPACT. **Report Who Cares Wins**: Connecting financial markets to a changing world. Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage. Organização das Nações Unidas/Swiss Federal Department of Foreign Affairs, 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 17 jul. 2022. Conforme a síntese de Julya Sotto Mayor Wellisch: "A forma contemporânea de investimento ESG teve início, na verdade, a partir de uma provocação do Secretário-Geral da ONU, Kofi Annan, que, em janeiro de 2004, conclamou os CEOs de importantes instituições financeiras do mundo a participarem de uma iniciativa, sob a autoridade do Pacto Global da ONU e com o apoio da *International Finance Corporation* (IFC), para integrar os fatores ESG aos mercados de capitais. A iniciativa produziu um relatório intitulado '*Who Cares Wins*', que efetivamente cunhou o termo 'ESG'" (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. op. cit., p. 337-338).

interpretações conceituais, o que, inclusive, é frequentemente apontado pelos críticos como um problema para sua aplicação prática. Observa-se, de plano, que o caminho foi percorrido em notável simbiose com a trajetória da noção de sustentabilidade, hoje imprescindível para qualquer consideração que se proponha a abordar o tema do desenvolvimento.

O intuito da iniciativa da ONU que originou o "*Who Cares Wins*" era promover a consideração de fatores ambientais, sociais e de governança no âmbito das operações do mercado de capitais. Além de representar um marco temporal para o uso e a difusão do termo ESG, significou a concretização de uma mudança de paradigma na forma de interação entre a ONU e o setor privado, em movimento direcionado à ideia de colaboração entre esses atores para o atingimento de finalidades como a promoção da justiça social e das políticas distributivas.[180]

Isso porque, embora tenha apoiado e capitaneado diversas ações envolvendo temas capazes de afetar o funcionamento dos mercados e da atividade empresarial, como a economia mundial, os direitos humanos, o desenvolvimento, o meio ambiente, dentre outros, a ONU adotou, desde sua criação, uma postura de distanciamento do setor privado.

Essa postura, apontada por Elizabeth Pollman como "relação de oposição", é explicada tanto como o efeito de uma visão que enquadrava o sistema econômico global mais como impedimento do que solução para o alcance da justiça social; bem como reflexo do contexto da Guerra Fria subsequente à fundação da ONU (ocorrida em 1945), que demandou uma atuação o mais neutra possível da organização, isto é, uma imparcialidade relativa no debate entre economia de mercado e economia planificada.[181]

Na esteira desse raciocínio, a relação entre a ONU e o setor privado foi efetivamente alterada para um modelo de menos oposição e mais colaboração a partir do final da década de 1990, sobretudo em função da atuação do então Secretário-Geral da organização, Koffi Annan. Sua visão indicava que os objetivos das duas partes – respectivamente, a promoção da paz e do desenvolvimento e a criação de riqueza e prosperidade – poderiam ser encarados como eixos capazes de se apoiar mutuamente. Em outras palavras, a ONU passou a considerar a atividade empresarial como parte da solução para o atingimento de seus objetivos.[182]

Tal mudança de paradigma foi marcada por uma série de ações, dentre as quais destaca-se o discurso proferido por Annan no Fórum Econômico Mundial de Davos em 1999,

---

[180] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., p. 14; POLLMAN, Elizabeth. **The origins and consequences of the ESG Moniker**. Research Paper No. 22-23. University of Pennsylvania Carey Law School. Institute for Law and Economics. 2022, p. 11. Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files/Paper%3A%20Elizabeth%20Pollman.pdf. Acesso em: 18 jul. 2022.
[181] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 7-8.
[182] Ibidem, p. 9.

no qual o então Secretário-Geral propôs a criação do "Pacto Global" como forma de enfrentamento dos novos desafios impostos pela economia globalizada: tratou-se de convocação para que os líderes empresariais se juntassem à ONU na promoção de princípios que pudessem fundamentar adequadamente uma economia global sustentável.[183]

O "Pacto Global" iniciou suas operações em 2000 e foi apoiado por várias agências da ONU e organizações não governamentais de natureza transnacional. Sua principiologia envolve elementos como direitos humanos, meio-ambiente, prevenção e combate à corrupção e mercado de trabalho.

No âmbito dos direitos humanos estão inseridos os princípios 1 (apoiar e respeitar a proteção dos direitos humanos internacionalmente proclamados dentro de sua esfera de influência) e 2 (certificar-se de que não são cúmplices em abusos dos direitos humanos); na esfera das relações de trabalho, encontram-se os princípios 3 (defender a liberdade de associação e o efetivo reconhecimento do direito à negociação coletiva); 4 (eliminar todas as formas de trabalho forçado e compulsório); 5 (abolir efetivamente o trabalho infantil); e 6 (eliminar a discriminação em relação ao emprego e à ocupação). No âmbito do meio ambiente, inserem-se os princípios 7 (apoiar uma abordagem cautelar aos desafios ambientais); 8 (empreender iniciativas para promover maior responsabilidade ambiental); e 9 (encorajar o desenvolvimento e a difusão de tecnologias ecologicamente corretas). Finalmente, o princípio 10 (trabalhar contra a corrupção em todas as suas formas, incluindo extorsão e suborno) diz respeito ao eixo anticorrupção e foi inserido na principiologia posteriormente aos demais, em 24 de junho de 2004.[184]

Em pouco tempo, a iniciativa experimentou relevante aumento na adesão por parte das sociedades empresárias, as quais também se tornaram rapidamente mais diversas, tanto em termos geográficos como setoriais.[185] O sucesso do "Pacto Global" possibilitou que a ONU direcionasse o foco para as questões ambientais e lançasse outras ações relevantes, como a rede "*Investor Network on Climate Risk*" e, finalmente, a iniciativa "*Who Cares Wins*", em janeiro de 2004. Essa iniciativa deu origem ao relatório de mesmo nome, que foi o primeiro a usar o termo ESG e consignou recomendações no sentido de melhor integrar as questões ambientais, sociais e de governança na gestão de ativos.[186]

---

[183] ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. viii; POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 10.
[184] ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. ix.
[185] O relatório aponta que, em junho de 2004, mais de 1.500 sociedades empresárias ao redor do mundo estavam comprometidas com o Pacto Global e seus princípios. ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. viii; POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 10-11.
[186] Os objetivos gerais do relatório foram assim sintetizados: (i) mercados financeiros mais fortes e resilientes; (ii) contribuição para o desenvolvimento sustentável; (iii) conhecimento e compreensão mútua dos *stakeholders*

A inciativa "*Who Cares Wins*" contou com a adesão de dezoito instituições financeiras[187] sediadas em nove países diferentes, as quais continham em seu portifólio a gestão de mais de seis trilhões de dólares. Cabe consignar que a iniciativa também contou com apoio financeiro do governo suíço.

Em suma, a ideia era a de que uma melhor integração dos fatores ESG nas decisões de investimento facilitaria a implementação da principiologia elencada pelo Pacto Global no ambiente empresarial globalizado, como efeito do novo paradigma de colaboração mútua entre o setor privado e a ONU.

O aspecto de criação de valor para os acionistas não passou despercebido pelo relatório, que dedicou uma seção para argumentar que as companhias que conseguem performar bem nos perfis ESG podem experimentar valorização a partir de elementos como melhor gestão de riscos associados às questões ESG, antecipação de mudanças na regulação e nas tendências do mercado consumidor, além da possibilidade de acesso a novos mercados.

Além disso, o impacto também poderia ser sentido em relação à redução de custos e ao aumento do valor das marcas, bem como efeitos positivos no que concerne à reputação dos agentes econômicos.[188]

Nesse contexto, Elizabeth Pollman[189] chama atenção para a escolha estratégica da terminologia adotada pelo relatório a partir de três premissas: (i) o uso do termo ESG foi deliberado e enfatizado ao longo do documento, objetivando evitar confusões e interpretações

---

envolvidos; (iv) maior confiança nas instituições financeiras (ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. v. No mesmo sentido: WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 337-378; BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., p. 14.

[187] De um total de cinquenta e cinco convidadas, as dezoito as instituições que endossaram a iniciativa foram: ABN Amro; Aviva; AXA Group; Banco do Brasil; Bank Sarasin; BNP Paribas; Calvert Group; CNP Assurances; Credit Suisse Group; Deutsche Bank; Goldman Sachs; Henderson Global Investors; HSBC; Innovest; ISIS Asset Management; KLP Insurance; Morgan Stanley; RCM (a member of Allianz Dresdner; Asset Management); UBS; e Westpac. (ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit.).

[188] Ibidem, p. 9. É interessante notar que o relatório também recomenda que as companhias não foquem em questões isoladas, mas em todo o espectro ESG que seja relevante para seus modelos de negócio. Em uma edição especial sobre ESG publicada em 2022, a Revista The Economist apresentou algumas reflexões em sentido diverso, inclusive sobre a necessidade de direcionar o foco para o aspecto "E" (*environment*) e, mais ainda, realizar um recorte para o problema mais urgente, qual seja, o da pegada de carbono: "*It is better to focus simply on the e. Yet even that is not precise enough. The environment is an all-encompassing term, including biodiversity, water scarcity and so on. By far the most significant danger is from emissions, particularly those generated by carbon-belching industries. Put simply, the e should stand not for environmental factors, but for emissions alone. Investors and regulators are already pushing to make disclosure by firms of their emissions more uniform and universal. The more standardised they are, the easier it will be to assess which companies are large carbon culprits—and which are doing most to reduce emissions. Fund managers and banks should be better able to track the carbon footprints of their portfolios and whether they shrink over time*" (THE ECONOMIST. Three letters that won't save the planet. ESG should be boiled down to one simple measure: emissions. Special Report on ESG. **The Economist**, Londres, 21 jul. 2022. Disponível em: https://www.economist.com/leaders/2022/07/21/esg-should-be-boiled-down-to-one-simple-measure-emissions. Acesso em: 21 jul. 2022).

[189] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 13-15.

variadas que poderiam surgir caso fossem escolhidos termos como "sustentabilidade", por exemplo;[190] (ii) a inclusão do feixe "G" na estruturação do termo ESG foi expressamente explicada, visando enfatizar que a dimensão da governança corporativa representa um pré-requisito essencial à implementação de políticas e mecanismos voltados aos desafios sociais e ambientais;[191] e (iii) a estruturação das questões ESG e sua integração à análise de investimento convencional demandaria uma abordagem ampla e de longo prazo no que tange aos impactos materiais nos valores de investimento.[192]

Na esteira dessa visão estratégica, a escolha deliberada pelo uso do termo ESG no relatório *Who Cares Wins*, de 2004, não foi uma medida isolada. Nota-se um esforço para popularizar o termo na comunidade internacional, com vistas a alcançar o maior número de *stakeholders* possível. Para tanto, foram empreendidas diversas iniciativas no âmbito da ONU, destacando-se como exemplo a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (*The United Nations Environment Programme Finance Initiative - UNEP FI*).

Dentro desse programa, um grupo de trabalho sobre gestão de ativos composto por gestores de ativos e entidades fechadas de previdência complementar encomendou a elaboração de estudo contemplando a análise da integração das questões ESG nas políticas de investimento a fim de se verificar se ela seria (a) voluntariamente permitida; (b) legalmente exigida; ou (c) prejudicada pela legislação e pela regulação nos diversos ordenamentos

---

[190] Logo no início do relatório essa escolha é justificada expressamente, como é possível verificar ao analisar a seguinte passagem: "*Throughout this report we have refrained from using terms such as sustainability, corporate citizenship, etc., in order to avoid misunderstandings deriving from different interpretations of these terms. We have preferred to spell out the environmental, social and governance issues which are the topic of this report*" (ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. 1-2.

[191] A importância do perfil "G" é destacada no seguinte trecho do relatório ora analisado: "*Sound corporate governance and risk management systems are crucial pre-requisites to successfully implementing policies and measures to address environmental and social challenges. This is why we have chosen to use the term "environmental, social and governance issues" throughout this report, as a way of highlighting the fact that these three areas are closely inter-linked. In particular, we believe that corporate governance systems can play a key role in implementing many of the recommendations in this report, particularly with regard to better transparency and disclosure, linking executive compensation to longer-term drivers of shareholder value and improving accountability*" (Ibidem, p. 2). Citando como exemplos alguns escândalos corporativos ocorridos nos primeiros anos da década de 2000, como os casos da Enron e da WorldCom, Elizabeth Pollman destaca a relevância atribuída pelos participantes da iniciativa "Who Cares Wins" ao perfil da governança: "[...] *G was not an anachronistic appendage or dissimilar concept, but rather a vital and connected set of issues and means of execution for relevant E and S issues*" (POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 14).

[192] Nesse sentido, resta evidente que o enquadramento ESG estava em consonância com métricas importantes para o contexto da avaliação de valor no que tange aos investimentos, mas ampliando o leque para a consideração de outros aspectos que não os tradicionalmente aplicados: "*This report focuses on issues which have or could have a material impact on investment value. It uses a broader definition of materiality than commonly used — one that includes longer time-horizons (10 years and beyond) and intangible aspects impacting company value. Using this broader definition of materiality, aspects relating to generally accepted principles and ethical guidelines (e.g. the universal principles underlying the Global Compact) can have a material impact on investment value*". (ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. 2).

jurídicos. Esse estudo, conduzido pelo escritório de advocacia *Freshfields Bruckhaus Deringer*, concluiu que a inclusão dos fatores ESG no campo da análise de investimentos é claramente permissível e indiscutivelmente necessária em todas as jurisdições, além de indicar um aumento do reconhecimento da ligação entre essa integração e melhores performances financeiras.[193]

Em 2005, investidores em parceria com a *UNEP FI* e o Pacto Global lançaram uma nova iniciativa, objetivando promover o investimento responsável com fundamento nos fatores ESG: *Principles for Responsible Investment* (*PRI*; Princípios para o Investimento Responsável).

Os signatários do *PRI* formam uma rede internacional de agentes econômicos com atuação nos mercados financeiro e de capitais que se comprometem com o alinhamento de seus objetivos financeiros às perspectivas de desenvolvimento sustentável desenhadas por seis princípios basilares, com vistas à compreensão das implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança, bem como o oferecimento de apoio aos signatários na tarefa de integrar esses temas às respectivas decisões de investimento e propriedade de ativos.[194]

Ainda no âmbito da iniciativa *Who Cares Wins*, em 2008 foram realizados diversos eventos especialmente voltados para a comunidade global de investimentos sobre os principais aspectos dos fatores ESG. Tais eventos contemplaram público-alvo muito mais heterogêneo, alcançando o engajamento de instituições de diversos setores e uma ampla gama de organizações não-governamentais.

---

[193] UNEP FI. Freshfields Bruckhaus Deringer. **A legal framework for impact:** sustainability impact in investor decision-making. Commissioned by PRI, UNEP FI and The Generation Foundation. 2021. Disponível em: https:// www.unepfi.org/publications/a-legal-framework-for-impact-sustainability-impact-in-investor-decision-making/. Acesso em: 23 jul. 2022.

[194] A partir da convocação do Secretário-Geral das Nações Unidas, os Princípios para o Investimento Responsável foram desenvolvidos por um grupo internacional de investidores institucionais em função da crescente relevância das questões ambientais, sociais e de governança corporativa para as práticas de investimento. A ratificação dos Princípios é um compromisso público, por parte dos investidores, sobre sua adoção e implementação em suas práticas fiduciárias. Os investidores signatários também reforçam o compromisso de avaliar a eficácia e melhorar o conteúdo dos Princípios ao longo do tempo. Os seis Princípios para o Investimento Responsável oferecem uma gama de possíveis ações para incorporar questões ESG na prática de investimento. São eles: "Princípio 1- Incorporaremos questões ESG na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão; Princípio 2 - Seremos proprietários ativos e incorporaremos questões ESG em nossas políticas e práticas de propriedade; Princípio 3 - Buscaremos a divulgação apropriada sobre questões ESG pelas entidades em que investimos; Princípio 4 - Promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios no setor de investimentos; Princípio 5 - Trabalharemos juntos para aumentar nossa eficácia na implementação dos Princípios; Princípio 6 - Cada um de nós apresentará um relatório sobre nossas atividades e progresso na implementação dos Princípios" (PRI. **What are the Principles for Responsible Investment?** Disponível em: https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment. Acesso em: 26 ago 2022).

Como resultado, foi produzido relatório final em 2009[195] que identificou as principais barreiras para adoção mais ampla e uniforme dos fatores ESG pela indústria financeira, além de recomendações específicas para que o investimento pautado nesses fatores se tornasse cada vez mais difundido.

Sobre esse particular, argumenta Elizabeth Pollman que em menos de uma década foram estabelecidas as bases para que o termo ESG pudesse alcançar a onipresença atualmente verificada[196], embora tal ubiquidade hoje enfrente críticas contundentes.[197]

Com a expansão do uso do termo ESG, atingindo novos agentes econômicos e mercados, foi possível notar também a indefinição ligada ao conceito. Isso porque o termo ESG foi empregado de diversas maneiras, gerando como reflexo o surgimento de múltiplas interpretações semânticas sobre seu significado e seu alcance. De fato, nem mesmo o relatório *Who Cares Wins* apresentou uma definição específica.[198]

Embora atualmente não exista um consenso sobre a definição de ESG, haja vista a inexistência de uma teoria comum estabelecendo seus fundamentos, é inegável que o fenômeno possui um vínculo intrínseco com a trajetória percorrida pela noção de sustentabilidade e sua emergência como paradigma para o desenvolvimento, tema que será devidamente explorado a seguir.

---

[195] KNOEPFEL, Ivo; HAGART, Gordon. **Future Proof?** Embedding environmental, social and governance issues in investment markets. Outcomes of the Who Cares Wins Initiative 2004–2008. International Finance Corporation. Federal Department of Foreign Affairs (Switzerland). Global Compact. Zurich: onValues Ltd., Jan. 2009. Disponível em: https://www.onvalues.ch/images/publications/09-01_WCW08_report_WEB.pdf. Acesso em: 26 ago. 2022.

[196] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 18-19.

[197] Cita-se como exemplo a crítica ao investimento ESG empreendida por Tariq Fancy, ex-executivo da *BlackRock*, publicada no ensaio *The secret diary of a sustainable Investor*, de 2021 e comentada em entrevista ao Podcast "Money Talks", veiculada em julho de 2022 (MONEY TALKS: **The backlash against ESG investing**. Entrevistados: Tariq Fancy, Lisa Woll e Henry Tricks. Entrevistadores: Alice Fulwood, Soumaya Keynes e Mike Bird. The Economist, 20 jul. 2022. Podcast. Disponível em: https://www.economist.com/esg-pod. Acesso em: 22 jul. 2022). Ana Frazão elaborou síntese dos argumentos de Fancy contrários ao domínio dos fatores ESG como parâmetros para análise de investimentos, consistentes na "ausência de confiabilidade nos dados sobre investimentos ESG" e "nos riscos de que questões importantes a respeito de *stakeholders* sejam decidas pelos próprios agentes econômicos, com todos os déficits democráticos daí decorrentes" (FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. São Paulo, v. 1, p. 79-109, dez. 2021. p. 93). Ainda nessa linha, v. POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 31-40.

[198] O relatório traz diversas referências a ESG como um esforço conjunto envolvendo diversas instituições financeiras, esforço este voltado ao desenvolvimento de orientações e recomendações para uma melhor integração de questões ambientais, sociais e de governança à gestão de ativos, serviços de corretagem e funções associadas. Todavia, inexiste a atribuição de uma definição própria ao termo ESG na origem, o que ajudou a impulsionar o desenvolvimento de diversas linhas interpretativas e de aplicação prática para esses fatores. Pollman sustenta, contudo, que a diversidade de aplicações do ESG não significa necessariamente uma exclusão mútua entre elas, embora seja possível verificar aspectos de sobreposição ou tensão. (POLLMAN, Elizabeth., op. cit., p. 19).

2.1.1 Sustentabilidade: do surgimento à abordagem atual

O conceito de sustentabilidade contempla a ideia de que é preciso satisfazer as necessidades presentes sem que isso signifique o comprometimento da capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades. Sua evolução guarda intrínseca ligação com a trajetória do conceito de desenvolvimento,[199] especificamente no que concerne à perspectiva do "desenvolvimento sustentável".[200]

No final de década de 1960 o tema do desenvolvimento e sua conexão com as questões relativas ao meio-ambiente começou a se destacar no debate público. É importante notar que o contexto dessa discussão envolvia a necessidade de se ampliar o conceito de desenvolvimento, dada a insuficiência das interpretações pautadas apenas no parâmetro econômico, que ora estabeleciam uma relação de equivalência entre "crescimento econômico" e "desenvolvimento", ora concebiam "desenvolvimento" como sinônimo de "desenvolvimento econômico", do qual o "crescimento econômico" seria apenas um aspecto.[201]

---

[199] De acordo com Fábio Konder Comparato, desenvolvimento consubstancia-se em um "processo de longo prazo, induzido por políticas públicas ou programas de ação governamental em três campos interligados: econômico, social e político" (COMPARATO, Fábio Konder. **A afirmação histórica dos direitos humanos**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 413).

[200] Segundo Emília Lana de Freitas Castro, a tentativa de compreensão do desenvolvimento sustentável demanda a imaginação "de um modelo econômico que seja capaz de gerar riqueza e bem-estar, promovendo, ao mesmo tempo, a coesão socio-econômica e impedindo a rápida degradação do meio ambiente. É assim que, satisfazendo as necessidades presentes, não se compromete ou degenera a capacidade que as gerações futuras possuem de suprir suas próprias necessidades [...]" (CASTRO, Emília Lana de Freitas. **O direito internacional dos investimentos e a promoção do direito ao desenvolvimento**: reflexos na indústria do petróleo. Rio de Janeiro: Gramma, 2016. p. 68).

[201] A própria noção de desenvolvimento, considerado um termo polissêmico, experimentou variações ao longo do tempo. A título exemplificativo, de início era tratado apenas sobre o prisma econômico, inclusive como sinônimo de crescimento econômico, posição já abandonada pelo debate acadêmico há algum tempo. Uma breve síntese da trajetória do termo "desenvolvimento" é empreendida na seguinte passagem: "Como proposto por Meier e Baldwin (1966), há uma questão sobre até que ponto o desenvolvimento pode ser explicado apenas pelo uso de termos econômicos, já que fatores não econômicos dentro dos países, como o tipo de governo, os parâmetros relativos à educação e à saúde, os sistemas legais estabelecidos, entre outros, têm o poder de influenciar o processo de desenvolvimento. De fato, argumentam Meier e Baldwin (1966) que uma economia não pode ser compreendida como um sistema mecânico, bem como que as forças econômicas não operam naturalmente; ao contrário, elas devem ser consideradas a partir de uma matriz sociocultural altamente influenciada por fatores políticos, sociológicos e psicológicos, por exemplo. Durante a década de 1960, alguns esforços tímidos começaram a ser feitos para integrar os aspectos econômicos e sociais do desenvolvimento. Por exemplo, as Nações Unidas criaram o "Instituto de Pesquisa das Nações Unidas para o Desenvolvimento Social" (*United Nations Research Institute for Social Development* – UNRISD) em 1963, mas não foi até a década de 1970 que o desenvolvimento econômico começou a ser redefinido para abranger objetivos como redução ou erradicação da pobreza, da desigualdade e do desemprego no contexto de uma economia em crescimento (TODARO; SMITH, 2010), uma vez que restou claro que o crescimento acelerado trouxe a reboque o aumento das desigualdades (ESTEVA, 2010). Apesar desta percepção geral e das tentativas de formular um novo paradigma baseado na integração, as comunidades internacional e acadêmica não chegaram a um consenso para a implementação de um novo marco. Seguindo essa trajetória, a década de 1980 é considerada pelos estudiosos sobre desenvolvimento como uma década perdida para o desenvolvimento, devido à crise da dívida que recaiu

Nesse sentido, o debate sobre os limites do crescimento[202] não ficou deslocado da resistência apresentada por países à época considerados "subdesenvolvidos", os quais demonstravam preocupação com a possibilidade de que as questões ambientais representassem uma espécie de freio aos seus planos de industrialização, crescimento econômico e, em última análise, desenvolvimento.[203]

Um marco muito relevante para a discussão das questões ambientais no panorama internacional se deu em 1972, com a realização da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, sediada em Estocolmo e que originou a Declaração de Estocolmo sobre o Desenvolvimento Humano. Tomando como preocupações centrais os aspectos do crescimento da população mundial, da urbanização e das tecnologias aplicadas ao processo de industrialização, restou evidenciada a necessidade da adoção de estratégias coordenadas e conjuntas por parte das nações a fim de que as metas de desenvolvimento envolvessem a proteção ambiental.

---

sobre muitos países e representou um corte nos investimentos em programas sociais e econômicos. No entanto, vale ressaltar que o conceito de desenvolvimento sustentável surgiu a partir de 1987, com a publicação do Relatório *Brundtland* de 1987 (Relatório da Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento: Nosso Futuro Comum): desenvolvimento sustentável é o desenvolvimento que atende às necessidades do presente sem comprometer a habilidade das futuras gerações de atenderem suas próprias necessidades" (PORTILHO, Raphaela M. R. **A interação entre empresários e universidades para pesquisa, desenvolvimento e inovação: possível aplicação e efetividade dos *Lambert Agreements* no Brasil. 2020**. 370 f. Tese (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Rio de Janeiro, 2020. p. 87).

[202] Nesse contexto, destaca-se o famoso relatório *The Limits to Growth* (Os Limites do Crescimento), produzido por expoentes do chamado "Clube de Roma", fundado em 1968. Em 1970, uma equipe internacional de pesquisadores do *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) iniciou um estudo sobre as implicações do contínuo crescimento mundial, examinando cinco fatores básicos que determinam e, ao interagirem entre si, limitam o crescimento (aumento da população do planeta, produção agrícola, esgotamento de recursos não renováveis, produção industrial e geração de poluição). Os dados obtidos a partir da análise desses fatores foram aplicados a um modelo global de computador, cujo comportamento foi em seguida testado sob vários conjuntos de hipóteses para determinar padrões alternativos para o futuro da humanidade (MEADOWS, D. *et al*. **The limits to growth**. Nova York: Universe Books, 1972. Disponível em: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/. Acesso em: 16 ago. 2022).

[203] A seguinte passagem ilustra bem o cenário descrito, conferindo especial atenção ao elemento da poluição: "*All of these possible courses involve trade-offs. The tradeoffs are particularly difficult in this case because they involve choosing between present benefits and future benefits. In order to guarantee the availability of adequate resources in the future, policies must be adopted that will decrease resource use in the present. Most of these policies operate by raising resource costs. Recycling and better product design are expensive; in most parts of the world today they are considered 'uneconomic.' Even if they were effectively instituted, however, as long as the driving feedback loops of population and industrial growth continue to generate more people and a higher resource demand per capita, the system is being pushed toward its limit-the depletion of the earth's nonrenewable resources. What happens to the metals and fuels extracted from the earth after they have been used and discarded? In one sense they are never lost. Their constituent atoms are rearranged and eventually dispersed in a diluted and unusable form into the air, the soil, and the waters of our planet. The natural ecological systems can absorb many of the effiuents of human activity and reprocess them into substances that are usable by, or at least harmless to, other forms of life. When any effiuent is released on a large enough scale, however, the natural absorptive mechanisms can become saturated. The wastes of human civilization can build up in the environment until they become visible, annoying, and even harmful. Mercury in ocean fish, lead particles in city air, mountains of urban trash, oil slicks on beaches – these are the results of the increasing flow of resources into and out of man's hands. It is little wonder, then, that another exponentially increasing quantity in the world system is pollution*." (Ibidem, p. 68-69).

A relevância da referida Conferência é justificada pelos reflexos que a seguiram: (i) afirmação e projeção da noção de que desenvolvimento e meio-ambiente são fenômenos interligados; (ii) origem do Programa das Nações Unidas para o Meio-Ambiente; (iii) promoção dos temas da poluição da pobreza e do ecodesenvolvimento[204] no debate internacional.

Do ponto de vista dos agentes econômicos, mediante a percepção de que os riscos ambientais poderiam impactar o desempenho das companhias, os agentes econômicos que atuam no mercado deram início, ainda na década de 1970, ao movimento que deu origem ao que hoje se conhece por investimento socialmente responsável.

Com efeito, a escolha de ativos para alocação de recursos destinados a investimentos passou a contar com a aplicação de filtros negativos relacionados a questões éticas (principalmente no que tange à resistência às indústrias ligadas à produção de armamento e suprimentos de guerra, por exemplo), bem como à oposição às políticas de segregação racial (como o sistema de *apartheid* existente à época na África do Sul), numa clara indicação de que a campanha de desinvestimento em protesto à violação de valores éticos se tornava cada vez mais globalizada.[205]

Já em 1983, a Assembleia Geral da ONU convocou a Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (WCED),[206] no que a delegou a missão de propor soluções de longo prazo com vistas ao atingimento do que hoje se conhece como desenvolvimento sustentável.

---

[204] Observa-se que o termo "ecodesenvolvimento" é atribuído ao Secretário-Geral da Conferência das Nações Unidas sobre o Ambiente Humano, Maurice Strong, tendo sido cunhado em 1971, no Seminário de Founex, uma reunião preparatória para a Conferência de Estocolmo, visando a adoção de práticas que utilizassem de forma criteriosa os recursos humanos e naturais, primeiramente nas zonas rurais e, posteriormente, nas zonas urbanas dos países em desenvolvimento. Um dos grandes estudiosos do ecodesenvolvimento é Ignacy Sachs, que aponta como premissas dessa vertente do desenvolvimento a eficiência econômica, a justiça social e a prudência ecológica. Sobre o tema do ecodesenvolvimento, recomenda-se a leitura de SACHS, Ignacy. **Ecodesenvolvimento**: crescer sem destruir. São Paulo: Vértice, 1986. Conforme aponta Robério Nunes dos Anjos Filho, existe uma divergência doutrinária sobre a consideração do ecodesenvolvimento como sinônimo ou como estágio anterior/conceito mais rudimentar de desenvolvimento sustentável. (DOS ANJOS FILHO, Robério Nunes. **Direito ao Desenvolvimento**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 35-36).

[205] Nesse contexto, destaca-se a elaboração, em 1977, da "Declaração de Princípios das Companhias dos EUA com Afiliadas na República da África do Sul", popularmente conhecida como "Princípios Sullivan". O documento é fruto de um acordo envolvendo grandes companhias norte-americanas que temiam sofrer sanções econômicas e possíveis campanhas de desinvestimento. Essa declaração determinava algumas condições para investimento, por exemplo, "que fosse assegurado a todos os funcionários de uma potencial empresa investida um tratamento igualitário, independentemente da raça" (WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 336).

[206] Argumenta-se que a convocação da WCED, composta por um grupo internacional formado por especialistas ambientais, políticos e funcionários públicos, foi uma resposta da ONU ao crescimento das preocupações em torno de problemas ambientais ligados à elevação dos padrões de vida da população mundial, por exemplo, a destruição da camada de ozônio (WELLISCH, Julya Sotto Mayor, loc. cit.).

Como resultado de suas ações, foi lançado em 1987 o Relatório *Brundtland*,[207] que foi o primeiro documento submetido ao debate público a incluir expressamente o conceito de desenvolvimento sustentável, estabelecendo bases para a compreensão de que os agentes econômicos devem buscar o sucesso financeiro no presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas necessidades.

O texto alberga dois elementos fundamentais à perspectiva de desenvolvimento sustentável: a noção de "necessidades" – em que se destacam principalmente aquelas ligadas à pobreza, que devem ser priorizadas – e o indicativo de que o estado em que se encontram aspectos como a tecnologia e a organização das sociedades limita as possibilidades ambientais quanto ao provimento das necessidades presentes e futuras.[208]

Em função disso, depreende-se do Relatório *Brundtland* que pensar o desenvolvimento em termos sustentáveis significa promover transformações significativas, ainda que de maneira progressiva, nas estruturas econômico-sociais, em um compromisso que envolva todos os países, isto é, sem que haja distinção entre aqueles mais ou menos desenvolvidos.[209]

Na esteira desse movimento, na década de 1990 iniciou-se verdadeira mudança paradigmática para a noção de desenvolvimento, com a incorporação gradual dos parâmetros do desenvolvimento sustentável.[210]

---

[207] O Relatório *Brundtland* também é chamado de "*Our Common Future*" ("Nosso Futuro Comum"). ONU. **Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future**. Organização das Nações Unidas, 1987. Disponível em: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf. Acesso em: 26 mar. 2022.

[208] ONU. **Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future**. Organização das Nações Unidas, 1987. p. 16. . Disponível em: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf. Acesso em: 26 mar. 2022.

[209] Nesse sentido, afirma-se que "[...] em essência o desenvolvimento sustentável é um processo de mudança, no qual a exploração dos recursos, a direção dos investimentos, a orientação do desenvolvimento tecnológico e a mudança institucional estão todos em harmonia e melhoram o potencial presente e futuro de satisfação das necessidades e aspirações humanas." (DOS ANJOS FILHO, Robério Nunes, op. cit., p.38). Por conseguinte, tem-se a percepção cada vez mais difundida de que a sustentabilidade tem sido considerada como parâmetro nos processos de inovação: "*Sustainability is becoming a major driver of innovation [...] Many key energy and raw material resources are close to passing their peak of availability and will become increasingly scarce. At the same time the dangers of global warming have moved to centre stage and climate change (and how to deal with it) is an urgent political as well as economic issue. This translates into increasingly strong legislation forcing organizations to change their products and processes to reduce carbon footprint, greenhouse gas emission and energy consumption. Behind this is the growing challenge of environmental pollution and the concern not only to stop the increasing damage being done to the natural environment but also to reverse the impacts of earlier practices*" (BESSANT, John; TIDD, Joe. **Innovation and Entrepreneurship**. 3. ed. Chichester: Wiley, 2018. p. 99-100).

[210] Em meados da década de 1990 foi cunhado o termo "Triple Bottom Line" ou "Tripé da Sustentabilidade", cuja proposta era desafiar os agentes econômicos a repensar o capitalismo a partir de uma ruptura sistêmica, pautada na ideia de que as organizações devem acompanhar e gerenciar os aspectos econômicos, sociais e ambientais. O termo foi trazido à colação por John Elkington (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., p. 12). Nesse sentido, "A década de 1990 representou um novo *ethos* para o

Observa-se que o Relatório *Brundtland* desempenhou relevante papel, posto que serviu como vetor para a realização da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento, também conhecida como Cúpula da Terra, Eco-92 ou Rio-92, sediada na cidade do Rio de Janeiro no ano de 1992,[211] a qual resultou na criação da Comissão das Nações Unidas para o Desenvolvimento Sustentável.

No âmbito da Rio-92 surgiram diversos documentos[212] importantes, dentre os quais destaca-se a Agenda 21, subscrita por 179 países e dotada de 40 capítulos, nos quais estão desenhadas as bases de um plano de ação internacional – cujas estratégias devem ser aplicadas também em âmbito nacional e local – com vistas à implementação do paradigma do desenvolvimento sustentável em todas as atividades humanas que causam impactos no meio ambiente. O documento destaca a necessidade de que a estratégia possua natureza global, uma vez que os desafios impostos e a magnitude das transformações propostas não poderiam ser suportados pelas nações de forma individual ou isolada.[213]

Outro documento de extrema relevância originado na Rio-92 foi a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima (*UNFCCC*),[214] que tem como órgão supremo a

---

desenvolvimento, sob a ideia de redesenvolvimento, ou seja, desenvolver novamente aquilo que foi subdesenvolvido ou que se encontra obsoleto, conforme esclarece Esteva (2010), através da incorporação gradual dos contornos políticos e conceituais do desenvolvimento sustentável. Na verdade, à medida que surge o reconhecimento na comunidade internacional de que o desafio do desenvolvimento tem implicações políticas, socioeconômicas, ambientais e (em um sentido mais amplo) humanitárias (COSTA, 2011), a noção de "desenvolvimento humano" começa a emergir. Como exemplo, o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (*United Nations Development Programme* – UNDP) publicou o primeiro Relatório sobre Desenvolvimento Humano (*Human Development Report*) em 1990, uma tentativa de combinar quantificadores econômicos, sociais e ambientais" (PORTILHO, Raphaela M. R., op. cit., p. 87).

[211] Nas palavras de Julya Sotto Mayor Wellisch, a Cúpula do Rio teve papel pioneiro, pois "ressaltou, pela primeira vez, o papel das empresas na agenda de desenvolvimento sustentável, tendo declarado a responsabilidade das corporações em garantir que suas operações não causem danos ao meio ambiente" (WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 337).

[212] Além da Agenda 21 e da Convenção-Quadro das Nações sobre Mudanças Climáticas também são originários da Rio-92: a Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento; a Declaração de Princípios sobre o uso de florestas e a Convenção sobre a Diversidade Biológica.

[213] Nesse sentido, o preâmbulo da Agenda 21 destaca a necessidade de se empreender uma verdadeira parceria global para o alcance do desenvolvimento sustentável, revelando uma preocupação tanto com os problemas que já existiam à época quanto com os desafios do futuro: "*Humanity stands at a defining moment in history. We are confronted with a perpetuation of disparities between and within nations, a worsening of poverty, hunger, ill health and illiteracy, and the continuing deterioration of the ecosystems on which we depend for our well-being. However, integration of environment and development concerns and greater attention to them will lead to the fulfilment of basic needs, improved living standards for all, better protected and managed ecosystems and a safer, more prosperous future. No nation can achieve this on its own; but together we can - in a global partnership for sustainable development*" (ONU. United Nations Conference on Environment & Development. **Agenda 21**. Disponível em: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda21.pdf. Acesso em: 17 ago. 2022).

[214] A importância da Convenção reside, dentre outros aspectos, no fato de ser considerado um documento visionário para sua época. Isso porque não existiam tantas evidências científicas sobre os efeitos nefastos das mudanças climáticas, ao contrário do que se vislumbra atualmente. Nesse sentido, o próprio sítio eletrônico da *UNFCCC* explicita: "*This was remarkable for its time. Remember, in 1994, when the UNFCCC took effect, there was less scientific evidence than there is now. The UNFCCC borrowed a very important line from one of the*

Conferência das Partes (*COP – Conference of the Parties*). A *COP* é uma reunião anual dos países signatários da Convenção, cuja primeira edição aconteceu em 1995, com vistas à avaliação da situação das mudanças climáticas no mundo e à proposição de mecanismos de efetiva garantia das propostas da Convenção, que foi aprovada em junho de 1992 e entrou em vigor em março de 1994.

Embora estabeleça compromissos e obrigações voltados a todas as nações signatárias (Partes), a Convenção adota como premissa que o combate às alterações climáticas deve pautar-se no princípio da responsabilidade comum, porém diferenciada. Significa dizer que a proteção ao meio ambiente e, em especial, ao sistema climático, é responsabilidade de todos os membros, todavia, as circunstâncias específicas de cada país no que tange tanto à contribuição para o problema quanto à capacidade de prevenção, redução e controle do mesmo precisam ser levadas em consideração.[215]

Conforme já mencionado, em 2004 foi lançado o Relatório *Who Cares Wins* (pioneiro na propositura do termo "ESG") e, em 2005, teve início a iniciativa conhecida como Princípios para o Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment - PRI*), fruto de uma parceria entre investidores, a *UNEP FI* e o Pacto Global.

Tais Princípios[216] foram desenhados para desempenhar uma função complementar ao Pacto Global da ONU no que tange à efetiva implementação dos elementos ESG nas estratégias e operações das companhias, a partir da consideração de que a sustentabilidade é o grande objetivo geral a ser atingido.

---

most successful multilateral environmental treaties in history (the Montreal Protocol, in 1987): it bound member states to act in the interests of human safety even in the face of scientific uncertainty" (ONU. UNFCC. **What is the United Nations Framework Convention on Climate Change?** Disponível em: https://unfccc.int/process-and-meetings/the-convention/what-is-the-united-nations-framework-convention-on-climate-change. Acesso em: 17 ago. 2022).

[215] Conforme artigo 3, item 4: "*The Parties have a right to, and should, promote sustainable development. Policies and measures to protect the climate system against human-induced change should be appropriate for the specific conditions of each Party and should be integrated with national development programmes, taking into account that economic development is essential for adopting measures to address climate change*" (ONU. **United Nations Framework Convention on Climate Change**. 1992. Disponível em: https://unfccc.int/files/essential_background/background_publications_htmlpdf/application/pdf/conveng.pdf Acesso em: 17 ago. 2022).

[216] Conforme mensagem de 2019 do então Secretário-Geral da ONU, Ban Ki-moon, "Até pouco tempo atrás, as implicações dos temas de sustentabilidade para os investidores e os mercados financeiros eram muito mal compreendidas e, em grande parte, ignoradas. Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI), com o apoio da ONU, vêm ajudando a corrigir esta distorção, trazendo maior clareza para a relevância financeira dos temas ambientais, sociais e de governança (ESG), fornecendo um modelo para que a comunidade mundial de investimento contribua com o desenvolvimento de um sistema financeiro mais estável e sustentável" (UNEP FINANCE INITIATIVE; UN THE GLOBAL COMPACT. **Principles for Responsible Investment**. Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU. 2019. p. 3. Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=10969. Acesso em: 26 jul. 2022).

Outro marco importante na trajetória da sedimentação da sustentabilidade como paradigma do desenvolvimento foi a aprovação, pela Assembleia Geral da ONU, do documento "O futuro que queremos", durante a Conferência de Desenvolvimento Sustentável realizada no Rio de Janeiro em junho de 2012 (também conhecida como Rio+20).

O texto conclama à promoção do desenvolvimento sustentável em todas as suas dimensões, integrando aspectos econômicos, sociais e ambientais e reconhecendo que os mesmos estão interligados. O documento confere especial destaque à compreensão de que conseguir erradicar a pobreza representa o maior desafio global da atualidade, sendo uma condição *sine qua non* ao alcance de um desenvolvimento sustentável.[217]

Apesar de reafirmar todos os compromissos firmados no âmbito da Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento de 1992 e demais instrumentos e inciativas adotados ao longo desses 20 anos desde sua edição, o relatório reconhece que o progresso no atingimento dos objetivos de sustentabilidade e erradicação da pobreza, embora existente, se mostrou desigual.

Desse modo, indica a necessidade de diminuir a distância entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, criando oportunidades para alcançar o desenvolvimento sustentável por meio de crescimento econômico e diversificação, desenvolvimento social e proteção ambiental, sem perder de vista que a criação de tais oportunidades depende, necessariamente, do estabelecimento de um ambiente propício – internacional e nacionalmente – e do fortalecimento dos mecanismos de cooperação internacional.

A partir do reconhecimento de que existem diversos atores e *stakeholders* na busca do desenvolvimento sustentável, o documento aponta como áreas de especial interesse para o atingimento desses objetivos: finanças, crédito, comércio, transferência de tecnologia, inovação, empreendedorismo, capacitação, transparência e responsabilidade.

Em setembro de 2015 a Assembleia Geral da ONU aprovou a Agenda 2030, que será objeto de seção específica neste trabalho, dada sua relevância para o tema sob estudo e seu forte diálogo com os fatores ESG. O documento traça as estratégias relativas à agenda de desenvolvimento sustentável para o período compreendido entre os anos de 2015 e 2030, estabelecendo os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável e 169 metas a serem atingidas.[218]

---

[217] ONU. Resolution A/RES/66/288. **The future we want**. Organização das Nações Unidas, 2012. Disponível em: https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/66/288&Lang=E. Acesso em: 26 mar. 2022.
[218] ONU. Resolution A/RES/70/1. **The 2030 Agenda**. Organização das Nações Unidas, 2015. Disponível em: https://undocs.org/en/A/RES/70/1. Acesso em: 26 mar. 2022.

Mais adiante, em dezembro de 2015 foi celebrado o Acordo de Paris,[219] convenção internacional através da qual os países signatários adotaram variados compromissos concernentes aos fenômenos decorrentes da mudança climática, com a finalidade reduzir seus efeitos e promover uma adequação da sociedade à realidade que se apresenta no horizonte.

No que concerne ao Acordo de Paris,[220] destaca-se, mais uma vez, a importância da cooperação internacional para a plena execução do plano de ação voltado à mitigação dos efeitos do aquecimento global, do qual são elementos essenciais: (i) o compromisso com o controle do aumento da temperatura média mundial; (ii) a apresentação de planos nacionais ambiciosos e progressivos visando a redução das emissões de carbono; (iii) a apresentação de relatórios de transparência sobre o desempenho e o alcance dos objetivos propostos; (iv) a manutenção de financiamento dos países desenvolvidos aos países em desenvolvimento para que possam reduzir suas emissões, além de lidar de maneira adequada com os efeitos das mudanças climáticas que já estejam enfrentando.

Assim, pode-se concluir que o conceito de desenvolvimento sustentável está estruturado "sobre um tripé básico: a atividade econômica, o meio ambiente e o bem-estar da sociedade".[221]

Nesse contexto, a pauta da sustentabilidade envolve a consideração de todas as suas dimensões, como a correta alocação e distribuição de recursos econômicos, a preocupação com a manutenção da qualidade de vida dos seres humanos e a adequada e racional exploração dos recursos ambientais pela atividade humana.

Por conseguinte, torna-se perceptível a relação entre o fortalecimento do conceito de desenvolvimento sustentável na agenda internacional ao longo dos anos e a incorporação do tema da sustentabilidade nas práticas empresariais, cujo sinal contemporâneo se dá, principalmente, a partir da difusão cada vez mais significativa dos fatores ESG tanto nos modelos de negócios das companhias quanto nas decisões do mercado sobre direcionamento e alocação de investimentos.

---

[219] O Acordo de Paris contou com a aprovação de 195 países membros da UNFCCC e propôs a redução da emissão de gases de efeito estufa tomando como parâmetro as métricas de desenvolvimento sustentável. Nesse sentido, almeja "[...] manter o aumento da temperatura média global inferior a 2º C acima dos níveis pré-industriais e envidar esforços para limitar o aumento da temperatura a 1,5º C acima dos níveis pré-industriais" (CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe. A nova realidade da indústria de fundos de investimentos no Brasil do ponto de vista legal e a respectiva incorporação dos aspectos ASG. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (orgs.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, v. V – Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, pp. 549-562. p. 553-554).

[220] ONU. UNFCCC. Conference of the Parties (COP). **Paris Agreement**. 2015. A tradução para o português do documento final pode ser encontrada em: https://brasil.un.org/pt-br/node/88191. Acesso em: 17 ago. 2022.

[221] CASTRO, Emília Lana de Freitas, op. cit., p.70.

Com efeito, tais aspectos devem ser objeto de atenção das sociedades empresárias e a forma como tais entidades lidam com as questões abrangidas pelo ESG são levadas em consideração tanto por financiadores quanto por consumidores.

Sob o ponto de vista dos financiadores, a adoção de práticas ESG pelos emissores de valores mobiliários já é um requisito importante que é levado em consideração no processo de alocação de recursos. Os consumidores, por sua vez, cada vez mais informados e conectados, têm a possibilidade de apoiar e difundir o consumo de produtos e bens de sociedades que se preocupam em adotar boas práticas ESG,[222] ao passo em que, no sentido contrário, podem promover o boicote àquelas sociedades tidas como violadoras dos princípios ESG.

É possível indicar o início de um interesse do mercado financeiro na alocação de recursos em companhias socialmente responsáveis a partir da década de 1960, com a criação de fundos norte-americanos, como o *Pax World Fund*.[223] Especificamente no que tange ao parâmetro das questões ambientais como riscos passíveis de impactar o desempenho das atividades empresariais e, consequentemente, o retorno financeiro das companhias, o mercado começou a desenhar uma movimentação na década de 1970, que culminou na iniciativa posteriormente conhecida como "investimentos socialmente responsáveis" (ISR).[224]

---

[222] Segundo o estudo *How sustainability is fundamentally changing consumer preferences*, elaborado pela Capgemini Research Institute em 2021, "*a significant majority of consumers (79%) are changing their purchase preferences based on sustainability. This contrasts sharply with the 36% of organizations who believe consumers are willing to make this change in their choices/preferences based on social or environmental impact. Such a gap represents a risk of ~6% of brands and retailers revenue if unaddressed*" (CAPGEMINI RESEARCH INSTITUTE. **How sustainability is fundamentally changing consumer preferences**. Paris, 2021. Disponível em: https://www.capgemini.com/insights/research-library/how-sustainability-is-fundamentally-changing-consumer-preferences/. Acesso em: 28 mai. 2022).

[223] Conforme registrou Julya Sotto Mayor Wellisch, esse fundo é pioneiro no contexto da aplicação de filtros negativos (*negative screening*) para direcionamento de alocação de investimentos: "A aplicação de filtros negativos provavelmente começou no auge da Guerra do Vietnã, em 1971, com o estabelecimento do Pax World Fund, que pode ser considerado como o primeiro fundo de investimento ético. Na época, o fundo oferecia uma opção alternativa de investimento para quem se opunha à produção e armas militares e nuclerares" (WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 336).

[224] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., p. 11. Sobre o tema da responsabilidade corporativa baseada na concepção da Escola de Chicago, a qual defendia a premissa do capitalismo de acionistas (companhias de capital aberto são apenas entidades que buscam o lucro e a maximização do valor a ser distribuído aos acionistas), confere-se também o comentário de Ana Cláudia Redecker e Luiza de Medeiros Trindade: "Essa noção de responsabilidade corporativa foi a que prevaleceu nos anos 50 e 60, período no qual o tema referente aos impactos socioambientais causados pelas empresas era marginal e se restringia aos meios acadêmicos e políticos. No entanto, alguns movimentos sociais pelos direitos civis iniciados na França, Alemanha e Inglaterra e a atuação cada vez mais incisiva dos sindicatos europeus foram dando início a uma nova visão sobre as empresas, impulsionando as companhias a adotar práticas mais humanas com relação ao trabalho. No mesmo sentido, ressaltam-se os movimentos ambientais surgidos nessa época reivindicando a atenção da sociedade e do Estado, e os movimentos norte-americanos de questionamento às organizações, principalmente as que produziam armamentos de guerra, face aos efeitos negativos da Guerra do Vietnã. A concepção difundida pela Escola de Chicago passa a mudar efetivamente a partir dos anos 70, período denominado adaptação resiliente" (REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros. Práticas de ESG em sociedades de capital aberto: um diálogo entre a função social instituída pela Lei nº. 6.404/76 e a geração de valor. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**. Lisboa, ano 7, n. 2, p. 59-125, 2021. p. 65-66).

Assim, "investimento socialmente responsável" pode ser sintetizado como uma estratégia que combina análises de ordem econômico-financeira com a performance empresarial em aspectos de ordem ambiental, social e de governança corporativa, os quais hoje são os eixos formadores do acrônimo ESG.[225]

Segundo João Laudo de Camargo, o contexto em que se inserem os investimentos socialmente responsáveis atribui especial relevância à definição de sustentabilidade corporativa,[226] parâmetro segundo o qual os agentes econômicos devem atuar de forma responsável na condução de suas atividades, "buscando gerar externalidades positivas em seu raio de atuação, contribuindo para a mitigação de problemas ambientais e das mazelas humanitárias experimentadas em nossa sociedade".[227]

Por conseguinte, é possível compreender o investimento ESG como uma estratégia cujo objetivo é "precificar corretamente os riscos e as oportunidades sociais, ambientais e de governança",[228] posto que os investidores fazem a opção ativa de considerar tais fatores em suas decisões de investimento quando fazem a gestão de seus ativos, conforme será melhor detalhado adiante.

Tendo em vista que o cerne da sustentabilidade envolve a consideração de que ações presentes engendram consequências de longo prazo, as quais não podem ser ignoradas, sob pena arriscar a qualidade de vida das gerações vindouras, a ONU lançou em 2015 a Agenda 2030 e os objetivos do desenvolvimento sustentável. Dada a relevância desse documento e sua conexão com o tema ESG, o mesmo será objeto de análise específica a seguir.

---

[225] Analisando a trajetória das abordagens envolvendo os investimentos socialmente responsáveis, Boersch aponta que a evolução se deu da mensuração dos valores éticos para a consideração do impacto das métricas de ESG no longo prazo no desempenho das companhias. Nesse sentido: BOERSCH, A. **Doing good by investing well – Pension funds and socially responsible investment**: results of an expert survey. Allianz Global Investors International Pension Paper, n. 1, 2010. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1607730. Acesso em: 18 ago. 2022; BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., p. 11.

[226] O autor argumenta que a sustentabilidade se subdivide em três dimensões distintas, quais sejam, econômica, social e ambiental. CAMARGO, João Laudo de. Mercado de capitais e fundos de investimento socioambiental. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (orgs.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, v. V – Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 540.

[227] Ibidem, p. 540. Nesse contexto, faz-se referência também à responsabilidade social corporativa e à elaboração de "códigos de ética e conduta que buscam o estabelecimento de práticas universais de promoção de aspectos sociais e ambientais dentro de sociedades empresárias, sejam elas multinacionais ou não. A implementação de tais padrões de tratamento e conduta ajuda a reforçar uma das funções que a responsabilidade social corporativa possui: é seguindo as práticas socialmente responsáveis que se intensifica o crescimento promovido e engendrado pelo setor privado. Assim, o crescimento econômico passa a vir acompanhado também da mitigação da pobreza e de avanços na saúde da população presente no país hospedeiro em que determinado investimento está localizado." (CASTRO, Emília Lana de Freitas, op. cit., p. 63).

[228] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 335.

2.1.2 A Agenda 2030 e os objetivos do desenvolvimento sustentável

A Agenda 2030 é um documento elaborado no âmbito da cúpula das Nações Unidas, em setembro de 2015, com intuito de definir um plano de ação para a agenda de desenvolvimento sustentável no período compreendido entre os anos de 2015 e 2030. O documento, que foi adotado pela Assembleia Geral da ONU, reforça o compromisso internacional com os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável – também conhecidos pela sigla ODS – e o estabelecimento de 169 metas que devem ser atingidas até o fim do ano de 2030.

A Agenda 2030 tem como antecedente a sistemática empreendida pela estratégia conhecida como "8 Objetivos de Desenvolvimento do Milênio" (ODM),[229] que esteve em pauta no período compreendido entre os anos 2000 e 2015 e teve a Resolução nº 55/2[230] da Assembleia Geral da ONU como marco de fundação.

Em síntese, os ODM visavam a melhoria da qualidade de vida dos seres humanos em âmbito global, abrangendo os aspectos sociais, culturais, econômicos e educacionais, tendo o ano de 2015 como termo final do período de execução, o que demandava a implementação de uma nova agenda que desse continuidade e aprofundasse voltadas ao alcance do desenvolvimento sustentável.

O processo de substituição dos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio pela Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável teve início na já referida Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável (Rio+20), sediada no Rio de Janeiro em 2012, por força do também já mencionado documento "O Futuro que Queremos".

Naquela ocasião iniciou-se o processo de construção coletiva de um novo conjunto de objetivos e metas em relação ao desenvolvimento sustentável, alicerçado na experiência

---

[229] São Objetivos de Desenvolvimento do Milênio: (i) erradicar a fome e a pobreza extrema; (ii) universalizar a educação primária; (iii) promover a igualdade de gênero e a autonomia das mulheres; (iv) reduzir a mortalidade infantil; (v) melhorar a saúde materna; (vi) combater o HIV, malária e outras doenças; (vii) assegurar a sustentabilidade ambiental; e (viii) estabelecer uma parceria mundial para o alcance do desenvolvimento sustentável.

[230] Conhecida como "Declaração do Milênio das Nações Unidas", foi adotada por 191 países, durante a 55ª sessão da Assembleia Geral ("Cúpula do Milênio das Nações Unidas"), realizada em setembro de 2000, na sede da ONU, em Nova Iorque, Estados Unidos. Até então, tinha-se como principal desafio a ser enfrentado garantir que a globalização produzisse externalidades positivas sobre todas as nações, posto que, a despeito do oferecimento de grandes oportunidades, seus benefícios eram experimentados de maneira desigual entre os países, com especial dificuldade para os países em desenvolvimento, os quais também sofriam de maneira mais pesada seus elevados custos (ROMA, Júlio César. Os objetivos de desenvolvimento do milênio e sua transição para os objetivos de desenvolvimento sustentável. **Ciência & Cultura**. São Paulo, v. 71, n. 1, p. 33-39, jan./mar. 2019. *passim*. Disponível em: http://cienciaecultura.bvs.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0009-67252019000100011&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 18 ago. 2022).

positiva obtida com a execução dos ODM até então, o qual culminou na Agenda 2030 e seus 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável.

Nesse sentido, os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável, nos termos da Agenda 2030, são:

(i) Objetivo 1. Acabar com a pobreza em todas as suas formas, em todos os lugares;

(ii) Objetivo 2. Acabar com a fome, alcançar a segurança alimentar e melhoria da nutrição e promover a agricultura sustentável;

(iii) Objetivo 3. Assegurar uma vida saudável e promover o bem-estar para todos, em todas as idades;

(iv) Objetivo 4. Assegurar a educação inclusiva e equitativa e de qualidade, e promover oportunidades de aprendizagem ao longo da vida para todos;

(v) Objetivo 5. Alcançar a igualdade de gênero e empoderar todas as mulheres e meninas;

(vi) Objetivo 6. Assegurar a disponibilidade e gestão sustentável da água e saneamento para todos;

(vii) Objetivo 7. Assegurar o acesso à energia de modo confiável, sustentável, moderno e a preço acessível para todos;

(viii) Objetivo 8. Promover o crescimento econômico inclusivo e sustentável, emprego pleno e produtivo e trabalho decente para todos;

(ix) Objetivo 9. Construir infraestruturas resilientes, promover a industrialização inclusiva e sustentável e fomentar a inovação;

(x) Objetivo 10. Reduzir a desigualdade dentro dos países e entre eles;

(xi) Objetivo 11. Tornar as cidades e os assentamentos humanos inclusivos, seguros, resilientes e sustentáveis;

(xii) Objetivo 12. Assegurar padrões de produção e de consumo sustentáveis;

(xiii) Objetivo 13. Tomar medidas urgentes para combater a mudança climática e seus impactos (reconhecendo que a Convenção Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima [UNFCCC] é o fórum internacional intergovernamental primário para negociar a resposta global à mudança do clima);

(xiv) Objetivo 14. Conservação e uso sustentável dos oceanos, dos mares e dos recursos marinhos para o desenvolvimento sustentável;

(xv) Objetivo 15. Proteger, recuperar e promover o uso sustentável dos ecossistemas terrestres, gerir de forma sustentável as florestas, combater a desertificação, deter e reverter a degradação da terra e deter a perda de biodiversidade;

(xvi) Objetivo 16. Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável, proporcionar o acesso à justiça para todos e construir instituições eficazes, responsáveis e inclusivas em todos os níveis; e

(xvii) Objetivo 17. Fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável.

É importante destacar, de plano, que ODS e ESG não são sinônimos, embora seja possível estabelecer entre eles uma relação de conexão, porquanto associados ao tema do desenvolvimento sustentável.

Com efeito, os ODS estão interligados e visam enfrentar os grandes desafios pertencentes ao tripé do desenvolvimento sustentável em uma perspectiva global, contando com o envolvimento de diversos agentes: setor privado, organizações da sociedade civil e governos, por exemplo.

Os fatores ESG, por sua vez, estão relacionados às práticas adotadas no âmbito do setor privado, seja nos modelos de negócio adotados pelas companhias, seja no aspecto da tomada de decisões sobre a condução dos negócios, seja também no direcionamento dos investimentos na perspectiva da alocação de recursos pelo mercado financeiro.

A relação entre os objetivos do desenvolvimento sustentável e os elementos ESG leva em consideração a função social da empresa,[231] bem como a percepção de que o setor privado não pode estar alheio à contribuição para um futuro mais sustentável, tendo em vista a proeminência de um novo modelo de capitalismo: o capitalismo sustentável.[232]

---

[231] Analisando o tema das práticas ESG como instrumentos para a concretização da função social da empresa nos termos da Lei das S.A., sem prejuízo aos interesses de geração e distribuição de valor, Ana Cláudia Redecker e Luiza Trindade concluem tratar-se de uma relação triangular: "as medidas de *Environmental, Social and Governance* consistem em uma ferramenta de efetivação da função social empresarial, assim como também possibilitam uma maior geração de valor para a companhia e um maior retorno para os stakeholders, que são justamente os entes considerados na formação da concepção contemporânea de função social, prevista na LSA" (REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 110).

[232] Ricardo Abramovay destaca os três principais pilares da proposta de capitalismo sustentável: (i) uma ruptura com o predomínio quase absoluto do parâmetro financeiro na tomada de decisão empresarial, que caracterizou o sistema econômico capitalista nas últimas 3 décadas e reflete uma obsessão com os ganhos de curto prazo; (ii) identificar se o sistema econômico está atendendo às "reais necessidades" do mundo, que, embora seja um termo de difícil mensuração, guarda relação com os dados apresentados sobre a produção e circulação de bens e serviços adequados ao que a população de fato demanda dos agentes econômicos, por exemplo, compatibilizar aquilo que é oferecido pela indústria alimentícia com o que realmente deveria ser oferecido a um mercado consumidor com índices de obesidade alarmantes; e (iii) reavaliar tem termos de custo-benefício os custos da atividade empresarial, sobretudo em relação aos impactos causados ao meio ambiente. À guisa de conclusão,

Dentro desse modelo, que ambiciona a potencialização da criação de valor econômico de longo prazo, ao mesmo tempo em que contempla os interesses de uma miríade de *stakeholders*,[233] as práticas ESG vão ganhando relevância à medida que o mercado deixa de considerar a busca pelo lucro a qualquer custo como parâmetro de sucesso empresarial.

Essa mudança de orientação do mercado também acompanha uma transformação cultural na percepção da sociedade sobre o fenômeno da empresa, à qual estão circunscritos diversos interesses convergentes.

Nessa perspectiva, a sociedade passa a demandar a consideração da companhia sobre tudo que ocorre em torno dela, "incorporando responsabilidades que não estão relacionadas diretamente ao desenvolvimento de sua atividade, mas às mazelas que a sociedade enfrenta. Incorpora-se, para tanto, responsabilidades sociais, ambientais e de governança corporativa".[234]

Assim, a elaboração de estratégias consoantes à adoção de melhores práticas nos eixos ambiental, social e de governança pode – e deve – estar alinhada aos compromissos de sustentabilidade firmados internacionalmente em uma perspectiva mais ampla.[235]

Por conseguinte, a adoção de práticas ESG orientadas pelos objetivos do desenvolvimento sustentável possibilitaria que as companhias contribuíssem para um modelo

---

argumenta que "criação de valor a longo prazo, produção voltada a melhorar o bem-estar das pessoas, das comunidades e de seus tecidos territoriais e capacidade de preservar e regenerar os serviços ecossistêmicos dos quais dependem as sociedades humanas: o maior desafio de nosso tempo é juntar empresas, governo e sociedade civil no enfrentamento desses desafios." (ABRAMOVAY, Ricardo. Em busca do capitalismo sustentável. **Folha de São Paulo**. Caderno Empreendedor Social. São Paulo, 31 mar. 2012. Disponível em: http://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/colunas/1069934-em-busca-do-capitalismo-sustentavel.shtml. Acesso em: 16 ago. 2022).

[233] A notória "Carta para os CEOs", escrita por Larry Fink, traz uma defesa direta do modelo de capitalismo sustentável (ou novo capitalismo ou capitalismo de *stakeholders*), dissociando-o de um suposto caráter político-ideológico e deixando evidente que é a busca pela lucratividade a longo prazo que impulsiona o mercado: "*Stakeholder capitalism is not about politics. It is not a social or ideological agenda. It is not 'woke'. It is capitalism, driven by mutually beneficial relationships between you and the employees, customers, suppliers and communities your company relies on to prosper. This is the power of capitalism. In today's globally interconnected world, a company must create value for and be valued by its full range of stakeholders in order to deliver long-term value for its shareholders. It is through effective stakeholder capitalism that capital is efficiently allocated, companies achieve durable profitability and value is created and sustained over the long-term. Make no mistake, the fair pursuit of profit is still what animates markets; and long-term profitability is the measure by which markets will ultimately determine your company's success*" (FINK, Larry. BlackRock Inc. **Letter to CEOs**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 19 jan. 2022. p. 1. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/19/letter-to-ceos-2/. Acesso em: 18 ago. 2022).

[234] REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 62.

[235] Nesse contexto, destacam-se de maneira ainda mais relevante as parcerias entre os setores público e privado. Reconhecendo que embora o capitalismo seja capaz de moldar a sociedade e impulsionar mudanças, ao analisar o tema das mudanças climáticas, Larry Fink aponta que os agentes econômicos não podem estar sozinhos nesse processo, muito menos ser, eles próprios, as políticas públicas relativas ao clima: "*That will not be a good outcome for Society. We need governments to provide clear pathways and a consistency taxonomy for sustainability policy, regulation and disclosure across markets. They must also support communities affected by the transition, help catalyze capital for the emerging markets, and invest in the innovation and technology that will be essential to decarbonizing the global economy*" (FINK, Larry. BlackRock Inc., op. cit., p. 4).

econômico de produção e consumo pautado na noção de sustentabilidade, conferindo, assim, concretude e efetividade aos objetivos elencados pela ONU na Agenda 2030, a qual reafirma e aprofunda as diversas diretrizes adotadas em termos de sustentabilidade desde a década de 1970, como visto.

Em última análise, a Agenda 2030 pode representar um guia de adequação das atividades desenvolvidas pelas companhias às melhores práticas ESG, uma vez que o Pacto Global associa ESG à noção de sustentabilidade empresarial.[236]

Aron Belinky chama atenção para o fato de que, a despeito de serem conceitos muito semelhantes, sustentabilidade, desenvolvimento sustentável e responsabilidade social são distintos entre si. Nesse sentido, a sustentabilidade seria uma espécie de objetivo final, aquilo que se deseja atingir, enquanto o desenvolvimento sustentável seria a estratégia que pode conduzir a esse objetivo. A responsabilidade social, por sua vez, se traduziria em uma tática ou mecanismo por meio do qual os gestores poderiam pôr em prática a estratégia voltada à visão almejada.[237]

Nesse cenário, a perspectiva ESG emergiria como expressão do *business case* da sustentabilidade, que compreenderia a intersecção de três dimensões: (i) estratégia de negócios, do ponto de vista da obtenção de vantagens pela empresa; (ii) responsabilidade social corporativa, de acordo com as expectativas em relação às tomadas de decisão pelos agentes econômicos, pautadas em razões éticas; e (iii) sustentabilidade empresarial, relacionada às expectativas de tomadas de atitude pelas empresas a partir de razões científicas, que levam em consideração os sistemas naturais e sociais.

Por conseguinte, o autor argumenta que "ESG não é um novo nome para sustentabilidade": embora existam aspectos convergentes, as perspectivas, as premissas, os objetivos e os resultados são diferentes, não podendo ser empreendida uma relação de

---

[236] É o que se depreende da opinião de Carlo Pereira, diretor-executivo da Rede Brasil do Pacto Global: "ESG não é uma evolução da sustentabilidade empresarial, mas sim a própria sustentabilidade empresarial! No Brasil, devido ao aquecimento do tema, muitos falam numa transição de um termo para o outro, como se fossem coisas distintas. Não são! Mesmo objeto, visto e trabalhado por diferentes atores. Esse detalhe terminológico e de perspectiva mais atrapalha do que ajuda, pois quando os executivos começam a entender a sustentabilidade e a importância da sua presença dentro das estratégias de negócios, ficam com a impressão que tudo mudou e chegou algo novo. De maneira muito simplista, o que uma empresa precisa fazer é entender, com suas partes interessadas, quais são seus impactos negativos e positivos na sociedade e agir sobre eles. É necessário minimizar os negativos e potencializar os positivos, assim como equacionar os prejuízos já provocados. Além disso, as organizações têm que observar e trabalhar os anseios da população, buscando uma atuação cidadã, no âmbito da empresa e dos líderes empresariais. Isso é o que precisa ser feito hoje e sempre. Então, para os gestores nada mudou em termos de responsabilidade. ESG é o olhar do setor financeiro sobre essas questões." (PEREIRA, Carlo. O ESG é uma preocupação que está tirando seu sono? Calma, nada mudou. **Exame**, São Paulo, 8 de outubro de 2020. Disponível em: https://exame.com/colunistas/carlo-pereira/esg-o-que-e-como-adotar-e-qual-e-a-relacao-com-a-sustentabilidade/. Acesso em: 18 ago. 2022).

[237] BELINKY, Aron. Seu ESG É Sustentável?. **GVExecutivo**. São Paulo, v. 20. n. 4. p. 35-44. out./dez. 2021. p. 43.

substituição da última pelo primeiro. Com efeito, os fatores ESG, quando presentes em uma companhia ou investimento, são critérios tangíveis e estão alinhados em maior ou menor grau com a Agenda 2030 e seus objetivos de desenvolvimento sustentável.[238]

Esta seção pretendeu mapear a origem e a trajetória percorrida pelo fenômeno ESG a partir da inauguração do acrônimo pelo relatório *Who Cares Wins*, de 2004. Buscou-se demonstrar que ESG está inserido dentro do contexto que envolve as discussões anteriores sobre sustentabilidade e a consideração de um novo paradigma para o desenvolvimento, consubstanciado no desenvolvimento sustentável. Nesse cenário, diversos compromissos internacionais visando o objetivo geral da sustentabilidade foram assumidos, sendo o plano de ação atualmente vigente representado pela Agenda 2030.

Ante o exposto, a próxima seção será dedicada à análise específica de cada eixo formador da sigla ESG: *environmental*, *social and governance*.

2.2 Desdobramentos: ambiental, social e governança

Conforme já observado, em que pese a ausência de definição precisa, ESG é um acrônimo que compreende três eixos: meio ambiente, social e governança.

O termo ESG empreende relações com as noções de responsabilidade socioambiental, reputação e credibilidade para os agentes econômicos, bem como associa-se ao alcance dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável elencados pela Agenda 2030 da ONU.[239]

Argumenta-se que as companhias que incorporam boas práticas ESG tornam-se capazes de compreender seus impactos positivos e negativos para a sociedade, facilitando as ações voltadas à mitigação dos efeitos negativos e ao equacionamento dos prejuízos já causados.[240]

---

[238] BELINKY, Aron, loc. cit.

[239] O Pacto Global da ONU lançou um programa de aceleração internacional para auxiliar os agentes econômicos a estabelecerem metas em consonância com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no desenho das estratégias ESG. Intitulado "Ambição pelos ODS", o programa foi lançado em janeiro de 2020 no Fórum Econômico Mundial, em Davos, por António Guterres, Secretário-Geral da ONU, cujas metas visam traduzir os ODS para os negócios e ampliar o impacto das empresas no enfrentamento dos desafios globais. São exemplos de metas pertencentes ao programa: equidade de gênero em todos os níveis de gerência e salário digno para todos os funcionários (fator social); incidência zero de suborno (fator governança); redução das emissões baseadas em ciência, alinhadas com 1,5ºC, impacto positivo da água em bacias hidrográficas sob estresse hídrico, e 100% de recuperação de recursos, com todos os materiais e produtos recuperados, reutilizados ou reciclados (fator ambiente) (PACTO GLOBAL. Rede Brasil. **ESG**. Disponível em: https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg. Acesso em: 23 ago. 2022).

[240] BERTÃO, Naiara. Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas. **Valor Econômico** e **O Globo**. São Paulo, 21 fev. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml. Acesso em: 24 ago. 2022.

Esse fenômeno se dá, por conseguinte, dentro da ideia de capitalismo sustentável, em que "o valor de uma companhia não leva em consideração somente elementos voltados aos resultados contábeis, mas também à sua gestão institucional",[241] em consonância com as chamadas dimensões da sustentabilidade: econômica, social e ambiental.[242]-[243]

Esse cenário é impulsionado pelo desenvolvimento do paradigma pautado na tecnologia da informação, com evidente destaque para o crescimento da *internet* e, consequentemente, das mídias sociais, bem como dos modelos de negócio desenhados a partir desse fenômeno. Isso porque ocorre uma facilitação do acesso ao conhecimento existente e dos respectivos mecanismos de compartilhamento e distribuição que antes estavam circunscritos às redes de relacionamento puramente empresariais.[244]

Tem-se, como reflexo dessa realidade, a emergência de uma verdadeira revolução na participação e na capacidade de influência dos acionistas e diversos *stakeholders* no mercado de capitais, posto que a facilidade na circulação e no acesso à informação possibilita consultas sobre o engajamento das companhias alvo de seus investimentos no que tange a ações que "beneficiam as comunidades nas quais tais companhias estão inseridas, possuem acesso a informações sobre práticas de degradação ambiental e decisões conflitantes dos membros da administração de encontro dos interesses dos acionistas, dentre outros".[245]

Portanto, os fatores ESG se traduzem em nova métrica a ser considerada tanto pelos gestores de recursos de investimento quanto nas estruturas internas das companhias no

---

[241] REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 59.

[242] As dimensões da sustentabilidade são indicadas por João Laudo de Camargo: "(i) econômica (desenvolvimento da organização, com a busca da perpetuidade, gerando valor para os investidores, com foco na eficiência e inovação); (ii) social (a equidade dos diversos agentes, comunidades, consumidores, inclusão social, identidade cultural e desenvolvimento institucional) e (iii) ambiental (equilíbrio ecológico, o respeito aos ecossistemas, preservação do clima e manutenção da biodiversidade)" (CAMARGO, João Laudo de, op. cit., p. 540).

[243] Conforme já explicitado na primeira parte desta seção, tal "movimento no âmbito dos negócios, como é evidente, tem grande convergência com a agenda da sustentabilidade, especialmente no que diz respeito às expectativas sobre o papel das empresas e dos investidores na transição para uma sociedade economicamente próspera, socialmente justa e ambientalmente viável. Essas expectativas foram discutidas em nível internacional desde os anos de 1970 e detalhadas em múltiplos processos de diálogo e negociações *multistakeholders*, especialmente durante as décadas de 1990 e 2000. Instrumentos hoje amplamente reconhecidos, como as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI), a norma ISO 260003 e os principais índices de sustentabilidade em Bolsas de Valores4 (como o *Dow Jones Sustainability Indices* — DJSI — e, no Brasil, o Índice de Sustentabilidade Empresarial — ISE B3), são frutos diretos desses processos" (BELINKY, Aron, op. cit., p. 38).

[244] No âmbito da literatura sobre inovação tecnológica, esse fenômeno, por exemplo, é apontado por Henry Chesbrough e Marcel Bogers como um dos fatores de erosão do paradigma da inovação fechada e a consequente emergência do paradigma da inovação aberta (CHESBROUGH, H.; BOGERS, M. Explicating Open Innovation. Clarifying an Emerging Paradigm for Understanding Innovation. In: CHESBROUGH, Henry; VANHAVERBEKE, Wim; WEST, Joel. **New Frontiers in Open Innovation**. New York: Oxford University Press, 2017. p. 3-28).

[245] CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe, op. cit., p. 554.

desenho de seus modelos de negócio.[246] Por exemplo, a *Trillium Asset Management*, com sede em Boston (EUA), que tinha em torno de US$ 5,6 bilhões sob gestão em dezembro de 2021, usa uma variedade de fatores ESG para ajudar a identificar companhias posicionadas para um forte desempenho de longo prazo. Os critérios são definidos por analistas que identificam os problemas relevantes enfrentados por setores, indústrias e empresas de maneira específica.[247]

Com efeito, os critérios ESG adotados pela *Trillium* impedem investimentos em companhias: (i) que operam em áreas de alto risco ou têm exposição a mineração de carvão ou rocha dura, energia nuclear ou de carvão, tabaco, e armas de fogo, dentre outras atividades; (ii) envolvidas em controvérsias importantes ou recentes sobre direitos humanos, bem-estar animal, preocupações ambientais, questões de governança ou segurança de produtos.

Em contrapartida, o portfólio da *Trillium* privilegia investimentos dentro dos 3 fatores ESG: (i) ambiente (companhias que publiquem relatórios de carbono ou sustentabilidade; que limitem o uso de poluentes e produtos químicos nocivos; que busquem reduzir as emissões de gases de efeito estufa; e que utilizem fontes de energia renováveis); (ii) social (companhias que operem cadeia de suprimentos ética; que apoiem os direitos LGBTQ e incentivem a diversidade; que têm políticas de proteção contra má conduta sexual; e que paguem salários justos); e, finalmente, (iii) governança (companhias que abracem a diversidade no Conselho de Administração; a transparência corporativa; que possuam como Presidente do Conselho pessoa distinta do CEO).

Diante do exposto, importa observar de maneira mais detalhada cada um dos eixos ESG. É oportuno ressalvar que, nesta seção, serão analisados os aspectos teóricos relacionados aos fatores ESG individualmente considerados. A análise quanto aos aspectos práticos, isto é, como as companhias e a indústria de gestão de recursos têm integrado questões ambientais, sociais e

---

[246] Comentando sobre o sucesso do fenômeno ESG principalmente na última década, Jessica Strine, Marc Lindsay, e Robert Main destacam a importância das companhias "abraçarem" a sustentabilidade e incorporarem fatores ESG às suas estratégias corporativas. Isso porque o foco em sustentabilidade tornou-se uma prioridade para muitos investidores, de modo que outras companhias líderes em seus setores tomarão medidas para garantir que as questões de sustentabilidade importantes para seus modelos de negócio sejam efetivamente incorporadas às suas estratégias, não sendo meras pautas abstratas. Companhias de sucesso tendem a abraçar as questões ambientais e sociais materialmente, como parte da criação de uma estratégia de negócios sustentável e também como parte integrante de seu perfil de governança. Ressaltam os autores que é preciso operar uma comparação entre os pares e observar as expectativas dos investidores, em uma lógica de "avaliações de vulnerabilidade", as quais já são muitas vezes desempenhadas por companhias bem geridas no que tange aos parâmetros de ativismo dos acionistas e que, agora, podem e devem ser utilizadas também para análise de vulnerabilidades ESG. (STRINE, J.; LINDSAY, M.; MAIN, R. The age of ESG. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. 18 fev. 2022. p. 3. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/09/the-age-of-esg/. Acesso em: 30 ago. 2022).

[247] Environmental, Social, and Governance (ESG) Principles and Criteria. **Investopedia**, 28 mai. 2022. Disponível em: https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp. Acesso em: 24 ago. 2022.

de governança no âmbito de suas práticas empresariais e processo de seleção de ativos para alocação de recursos, respectivamente, será empreendida de forma mais detalhada na Seção 3.

2.2.1 Ambiental

O eixo ambiental ou "*environmental*", consubstanciado no elemento "E" da sigla ESG, corresponde às estratégias empresariais cujas práticas sejam voltadas à preservação do meio ambiente.[248]

É um eixo que abrange vários temas, como a preocupação com a mudança climática e os aspectos relativos ao aquecimento global e às emissões de gases poluentes; a questão de eficiência energética; a poluição das águas; a proteção da biodiversidade, dentre outros; bem como a avaliação e o gerenciamento de riscos ambientais que podem ser enfrentados pelas companhias.

A relevância atribuída a essas questões relaciona-se à tomada de consciência, em âmbito global, de que o planeta não conseguirá fornecer o ambiente e os insumos necessários para a vida humana caso a sociedade não opere mudanças nos seus padrões de produção e consumo. Em função disso, ao desempenhar suas atribuições de captação e alocação de recursos, os agentes econômicos que atuam no mercado de capitais têm demonstrado preocupação cada vez maior em privilegiar investimentos em companhias cujos modelos de negócio sejam pautados em métricas de sustentabilidade ambiental.[249]

Assim, a agenda climática e ambiental tem estado no centro do debate público internacional, haja vista a urgência em mitigar os efeitos deletérios que se acumularam ao longo de décadas de exploração irresponsável dos recursos naturais, representando verdadeiros desafios de ordem global.[250] É nesse contexto que surgem iniciativas como o

---

[248] Isso porque, em última análise, "*every company uses energy and resources; every company affects, and is affected by, the environment*" (HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin. **Five ways that ESG creates value**. Nova York: McKinsey Quarterly, nov. 2019. p. 1. Disponível em: https://www.mckinsey.com. Acesso em: 19 ago. 2022).

[249] CAMARGO, João Laudo de, op. cit., p. 540.

[250] Essa sistemática do funcionamento da economia e da cadeia de produção até a escolha de determinado produto pelo consumidor na ponta e seus efeitos a longo prazo é bem sintetizada na seguinte passagem: "A economia funciona com seres humanos interligados entre si e com o planeta, em um sistema de práticas e instituições que naturalizam compreensões e panos de fundo a atribuir sentidos por vezes inarticulados em práticas sociais, jurídicas e econômicas. Constantemente, essas práticas permanecem inarticuladas socialmente, captadas sem a percepção de que as relações financeiras, econômicas e ambientais se colocam no tempo e no espaço. Assim, por exemplo, quando alguém compra um produto no supermercado, normalmente não terá noção da origem da matéria-prima empregada, da mão de obra necessária para a produção, da origem do financiamento e, principalmente, dos recursos naturais utilizados e dos impactos causados pela produção. A racionalidade do consumidor normalmente envolve apenas uma preferência ou uma mera comparação de preços, seguindo a escala de Maslow (1943). Essas pequenas condutas, que podem trazer certo 'benefício' no curto prazo para o

chamado "*Green New Deal*"[251] e em que ganham projeção atores políticos com agendas ambientalistas.[252]

Do mesmo modo, o Pacto Global da ONU é estruturado em torno de 10 princípios, dos quais 3 têm relação direta com o eixo ambiental da abordagem ESG e servem como guias para pautar as estratégias: "(vii)" assumir práticas que adotem uma abordagem preventiva, responsável e proativa para os desafios ambientais; "(viii)" desenvolver iniciativas e práticas para promover e disseminar a responsabilidade socioambiental; e "(ix)" incentivar o desenvolvimento e a difusão de tecnologias ambientalmente responsáveis.

Do ponto de vista teórico, é importante ressaltar o que normalmente se observa quando a análise é voltada para o eixo "E" (ambiental) do ESG. Conforme já mencionado, atualmente existe um consenso de que a emergência climática – especificamente a questão da mudança climática – deve ser um ponto crucial de enfrentamento pelos governos, pelos agentes econômicos e pela sociedade em geral, com vistas ao cumprimento da meta estipulada no Acordo de Paris para a barrar elevação da temperatura global além do limite de 1,5º C acima dos níveis pré-industriais.

Com efeito, as mudanças climáticas representam riscos para atividades econômicas e negócios, tendo vista a forte pressão da sociedade e dos agentes econômicos a favor da pauta

---

indivíduo, acarretam um dano global no longo prazo" (SARAI, Leandro; KOKKE, Marcelo. Regulação do sistema financeiro nacional: reflexões sobre sustentabilidade e aplicação de práticas de ESG. In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 179).

[251] Os idealizadores do Green New Deal vislumbram a urgência da questão climática como uma janela de oportunidade para investimento e inovação a partir da transição para uma economia verde, englobando a produção, a distribuição e o consumo: "*in the US, the green transition is taking the form of a proposed 'Green New Deal' — a term that is not new, but which is now picking up traction. It requires a re-direction plan for the entire economy, across different sectors and actors (public, private and civil society). It must give a new direction for infrastructure — sustainable public transport and new ways to think about the future of mobility. The Green New Deal must have aspirations far beyond just mitigating climate change, and must be focused on new opportunities for investment and innovation — it must include finding clarity and courage in the policy arena, unlocking hoarded investment in the business sector, and supporting workers to acquire new skills. Civil society must be the majority stakeholder in a green growth transition*" (MAZZUCATO, Mariana; MCPHERSON, Martha. **The Green New Deal**: A bold mission-oriented approach. IPP Policy Brief. dez. 2018. p.1. Disponível em: https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp-pb-04-the-green-new-deal-17-12-2018_0.pdf. Acesso em: 25 ago. 2022).

[252] Cita-se, como exemplo, o crescimento do Partido Verde na Alemanha. No último pleito eleitoral, realizado em setembro de 2021, o Partido Verde foi o terceiro mais votado, conquistando 14,8% dos votos. Em dezembro de 2021, o Partido aprovou o acordo de coalizão para integrar o governo federal de Olaf Scholz, sucessor da Chanceler Angela Merkel, em conjunto com o Partido Social-Democrata e o Partido Liberal, sendo que os verdes receberam cinco ministérios (Exterior, Economia e Clima, Agricultura, Família, Meio Ambiente), enquanto os liberais ficaram com quatro (Finanças, Transportes e Digitalização, Justiça, Educação). Além disso, tal acordo de coalizão alcançado pelas lideranças das legendas "prevê mudanças significativas na política ambiental da Alemanha, com grandes investimentos em energias renováveis". (Partido Verde da Alemanha aprova acordo de coalizão (DEUTSCHE WELLE (DW), 06 dez. 2021. Disponível em: https://www.dw.com/pt-br/partido-verde-da-alemanha-aprova-acordo-de-coaliz%C3%A3o/a-60035395. Acesso em: 25 ago. 2022).

da “descarbonização”, o que pode gerar repercussões nos campos reputacional, financeiro e jurídico.[253]

Tem-se, portanto, uma preocupação cada vez mais clara com a chamada “pegada de carbono”, um parâmetro para “mensurar o quanto de gases do efeito estufa (GEE) uma pessoa, organização, empresa, atividade ou um produto emitem para existirem”.[254] Explica-se: a pegada de carbono relaciona-se quantitativamente com a emissão de gases que impactam no aquecimento do planeta.[255]

É nesse contexto, por exemplo, que se vislumbra a necessidade de transição energética, reconhecendo-se o papel desempenhado na crise climática pelo modelo de produção até hoje predominantemente pautado em combustíveis fósseis, como o carvão e o petróleo.

A despeito de suas vantagens competitivas, como o alto índice de eficiência energética e a robusta infraestrutura já instalada, bem como do fato de ser insumo para a produção de inúmeros bens de consumo, o modelo energético focado nos combustíveis fósseis é responsável por parcela considerável das emissões de gases de efeito estufa (GEE).[256]

---

[253] Nesse sentido, por exemplo, artigo do *Economist Impact* indica o potencial de crescimento para os investimentos em transição energética na América Latina, que ainda é pouco explorado: “A mudança climática representa uma ameaça à nossa existência e, se não for resolvida, terá impactos devastadores para o meio ambiente e a economia da América Latina. No entanto, a transição para uma economia de zero emissões líquidas também representa uma oportunidade para os investidores que estão em busca de retorno no longo prazo. A mudança na demanda de bens e serviços com altas emissões para alternativas de baixo carbono pode ter um efeito em rede e levar os recursos de uma indústria para outra. A demanda por fontes de energia de baixo carbono afetará não somente o setor de energia, mas também poderá atingir a agricultura e o uso do solo. Outras alternativas sustentáveis podem ter efeitos semelhantes sobre várias indústrias, desde a gestão de resíduos até a conservação hídrica. Os investidores capazes de prever estes efeitos e fazer investimentos estratégicos colherão o retorno” (ECONOMIST IMPACT. **A oportunidade climática: um passo à frente da transição para as zero emissões líquidas na América Latina**. 15 abr. 2022. p. 10. Disponível em: https://privatebank.jpmorgan.com/gl/pt/insights/investing/the-climate-opportunity-getting-ahead-of-latin-americas-net-zero-transition. Acesso em: 31 ago. 2022).

[254] VICENZO, Giacomo. O que é pegada de carbono e por que devemos nos importar com a nossa? **Ecoa Uol**. São Paulo. 04 mai. 2021. Disponível em: https://www.uol.com.br/ecoa/ultimas-noticias/2021/05/04/o-que-e-pegada-de-carbono-e-porque-devemos-nos-importar-com-a-nossa.htm. Acesso em: 30 ago. 2022.

[255] Conforme explicou Francyne Elias-Piera, colaborando para reportagem do portal Ecoa Uol: “Animais e plantas liberam gás carbônico, isso é normal. Porém, com o aumento de outras atividades que liberam muito mais gás carbônico e outros gases do efeito estufa, há um acúmulo desses gases e um aquecimento da temperatura do planeta. Temos que tentar diminuir a liberação de gases nas atividades e procurar pela neutralidade de carbono, que é o balanço zero de gases emitidos e de gases retirados da atmosfera” (VICENZO, Giacomo, loc. cit.).

[256] As vantagens competitivas do modelo energético pautado em combustíveis fósseis, sobretudo o petróleo, bem como a necessidade de se repensar a predominância de tal modelo em função de suas consequências climáticas são analisados por Ilana Zeitoune e Jean Marc Sasson em artigo do qual destaca-se o seguinte trecho: “No Brasil, o último Inventário Nacional de Emissões e Remoções de GEE (2016) indica que o setor energético responde por 29% das emissões, que aumentam anualmente. Em termos mundiais, o relatório Lacuna de Produção 2021(Pnuma), que monitora a lacuna entre as produções nacionais de combustíveis fósseis e o cumprimento do limite de temperatura de Paris, concluiu que os 15 principais países produtores (o Brasil é o segundo maior, atrás da Arábia Saudita) planejam aumentar a produção em cerca de 110% até 2030 (240% mais carvão, 57% mais petróleo e 71% mais gás), o dobro tolerado para não ultrapassar o limite de temperatura” (ZEITOUNE, Ilana;

Por conseguinte, as companhias do setor de óleo e gás atentas à agenda ESG têm se preocupado com adoção de medidas para redução das emissões de CO^2, aumento de investimento em fontes de energia renovável e descarbonização, dentre outras.[257]

Outro setor com elevados índices de emissão de gases é o da indústria da moda, responsável por 8% das emissões de CO^2 na atmosfera, principalmente por conta da ampla utilização do poliéster. No âmbito desse setor, o modelo de negócios centrado na ideia de "fast fashion" (orientado à produção rápida e de baixo custo) é tido como um grande problema, porquanto produz peças cujo uso é consideravelmente menor do que a utilização das peças produzidas em modelo "slow fashion",[258] que privilegia a sustentabilidade, além de emitir gases em métricas muito mais elevadas.[259]

O setor da moda igualmente pode ser citado para exemplificar outra questão que se insere no eixo ambiental: a geração de resíduos (lixo) e sua destinação.[260] O modelo de produção e consumo atualmente vigente, atrelado ao aumento da população mundial, é responsável pela geração de uma quantidade cada vez maior de resíduos sólidos, cujo descarte inadequado no meio ambiente pode resultar em problemas ambientais sérios, como a contaminação do solo, da água e do ar, além de resultar em riscos à saúde da população.

A título ilustrativo, durante a 1ª Conferência Internacional de Resíduos Sólidos (CIRSOL), realizada em Recife/PE, em março de 2022, para discutir a conexão entre gestão dos resíduos sólidos e a ação climática, a representante do Programa das Nações Unidas para

---

SASSON, Jean Marc. ESG, mudanças climáticas e as transformações do mercado de óleo e gás. Não há mais espaço para as corporações modernas ignorarem a adoção dos padrões ESG. **Jota**. Regulação e Novas Tecnologias. 05 mar. 2022. s/p. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/esg-mudancas-climaticas-transformacoes-mercado-de-oleo-e-gas-05032022. Acesso em: 30 ago. 2022).

[257] Companhias líderes no setor, como Petrobras, Chevron, Shell, Eni e ExxonMobil têm investido em medidas de descarbonização como projetos de redução das emissões em refinarias e plataformas (ZEITOUNE, Ilana; SASSON, Jean Marc, loc. cit.)

[258] O movimento "slow fashion" pauta-se na valorização de recursos naturais, produção transparente e sem intermediários, criação de produtos sustentáveis, e preocupação com a sustentabilidade todos os itens relacionados aos produtos, como as embalagens e as etiquetas.

[259] Dados apontam que a indústria da moda só fica atrás da indústria do petróleo no que concerne ao problema das emissões, sendo o poliéster "uma das fibras mais utilizadas no mercado *fashion*, é responsável pela emissão anual de 32 das 57 milhões de toneladas globais. O que poucos sabem é que são necessários mais de 200 anos para que essa fibra se decomponha. Atualmente, o mercado utiliza apenas 14% de fibras recicladas, que possuem uma pegada de carbono significativamente menor do que as convencionais" (CAMARGO, Fernanda. O custo por trás da indústria da moda é maior do que você pensa. Para que um setor consolidado se transforme, a mudança do lado de quem consome é necessária e urgente. **Portal E-Investidor. Estadão**. São Paulo. 17 jul. 2021. Disponível em: https://einvestidor.estadao.com.br/colunas/fernanda-camargo/impacto-ambiental-industria-moda. Acesso em: 30 ago. 2022).

[260] Sobre esse particular, Fernanda Camargo registrou que "de acordo com o report da Ellen MacArthur Foundation, além do carbono emitido no processo de produção, o descarte da indústria, dado o ciclo de vida curto das coleções, é imenso e anualmente em torno de US$ 500 bilhões são perdidos com o descarte de roupas nos aterros. Para se ter uma ideia, na criação de peças, 25% de tudo que é produzido vira lixo, isso sem falar no seu descarte, onde praticamente nada tem sido reaproveitado" (CAMARGO, Fernanda, loc. cit.).

o Desenvolvimento (PNUD), Katyna Argueta, declarou que 1/3 de todos os resíduos sólidos urbanos produzidos na América Latina e no Caribe permanece sendo descartado em aterros a céu aberto – popularmente conhecidos como "lixões" – ou diretamente no meio ambiente.[261]

Consequentemente, a gestão de resíduos sólidos é um desafio que precisa ser enfrentado pelos agentes econômicos em suas operações, uma vez que são fontes de emissão de gases do efeito estufa, tanto em função da sua relação com a produção e o consumo, como também por conta das emissões de metano que decorrem do descarte em lixões ou mesmo em aterros sanitários.

Ademais, os resíduos sólidos também estão relacionados à poluição dos espaços urbanos e do meio ambiente, como, por exemplo, a poluição dos oceanos por resíduos plásticos que contaminam a fauna oceânica.[262] Nesse contexto, Inger Andersen, diretora executiva do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) demonstra preocupação sobretudo com o "destino dos microplásticos, aditivos químicos e outros produtos fragmentados, muitos dos quais são conhecidos por serem tóxicos e perigosos para a saúde humana, a vida selvagem e os ecossistemas".[263]

O relatório "Da Poluição à Solução: Uma Análise Global sobre Lixo Marinho e Poluição Plástica" (*From Pollution to Solution: A Global Assessment of Marine Litter and Plastic Pollution*), produzido pelo PNUMA em 2021, destaca índices alarmantes de poluição dos oceanos por resíduos plásticos no curto e médio prazos e indica a necessidade de que seu uso nas mais diversas aplicações seja diminuído, em uma verdadeira transformação de toda a cadeia de valor envolvida na produção de bens e serviços, privilegiando a ideia de economia circular[264] e voltada à produção sustentável.[265]

---

[261] ONU. **Gestão dos resíduos sólidos é chave para desenvolvimento sustentável da América Latina**. 17 mar. 2022. Disponível em: https://brasil.un.org/pt-br/175171-gestao-dos-residuos-solidos-e-chave-para-desenvolvimento-sustentavel-da-america-latina. Acesso em: 31 ago. 2022.

[262] Nesse sentido, "as mudanças climáticas, os agentes poluidores e a subtração irresponsável de recursos colocam a fauna e a flora marítima em problemas já materiais e em riscos iminentes, o que compromete a economia em todas as esferas, sejam elas locais, nacionais e globais em larga escala" (FREIRE, Rochana Grossi. As cores do ESG: Azul da cor do mar. **Revista RI**, n. 260, abr. 2022. p. 6.).

[263] ONU. UN ENVIRONMENT PROGRAMME. **Relatório da ONU sobre poluição plástica alerta sobre falsas soluções e confirma necessidade de ação global urgente**. Nairóbi, 21 out. 2021. Disponível em: https://www.unep.org/pt-br/noticias-e-reportagens/comunicado-de-imprensa/relatorio-da-onu-sobre-poluicao-plastica-alerta-sobre. Acesso em: 31 ago. 2022.

[264] O modelo da economia circular é focado em três princípios: a eliminação de resíduos e poluição desde o início; manutenção de produtos e materiais em uso; e regeneração de sistemas naturais (ELLEN MACARTHUR FOUNDATION. **Economia Circular**. Disponível em: https://archive.ellenmacarthurfoundation.org/pt/economia-circular/conceito. Acesso em: 1 set. 2022).

[265] Isso perpassa a necessidade de criação de soluções de ordem tecnológica (por exemplo, a escalabilidade de diferentes tecnologias de reciclagem e materiais substitutos ao plástico), econômica (como a diminuição do custo relativo de diferentes soluções), ambientais (por exemplo, estratégias para diminuição das emissões de gases de efeito estufa) e social (como a garantia da equidade e justiça social para catadores de resíduos) – que precisam ser atendidos para evitar a má gestão do plástico e os custos subsequentes da poluição ambiental no ambiente

Assim, as estratégias ESG voltadas à preservação dos oceanos e da vida marinha podem envolver, por exemplo, o compromisso com a redução dos produtos plásticos de uso único e a reintegração do plástico retirado dos oceanos em novos produtos, dentro da ideia de abordagem circular.[266]

Diante do exposto, é possível concluir que o eixo "E" do ESG está atrelado à avaliação da performance da companhia no que concerne à responsabilidade ambiental e à sustentabilidade das suas operações, a partir de sua relação com a utilização dos recursos naturais. Nesse contexto, verificam-se elementos como a política de geração e reciclagem de resíduos sólidos, o impacto de suas atividades na emissão de gases de efeito estufa, a utilização ou não de energias renováveis em seus processos produtivos e o cálculo da pegada de carbono, dentre outros.

2.2.2 Social

O fator "S" representa o elemento "social" da sigla ESG, comumente associado à responsabilidade social da empresa e seus reflexos sobre aspectos como promoção de direitos e bem-estar.[267] Em linhas gerais, é o elemento que aborda os relacionamentos empreendidos pelos agentes econômicos, bem como sua reputação junto às pessoas e demais instituições das comunidades onde desenvolvem seus negócios. É possível notar, portanto, um aceno ao

---

marinho (ONU. UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME. **From Pollution to Solution**: A Global Assessment of Marine Litter and Plastic Pollution. 2021. p. 41. Disponível em: https://www.unep.org/pt-br/resources/da-poluicao-solucao-uma-analise-global-sobre-lixo-marinho-e-poluicao-plastica. Acesso em: 31 ago. 2022).

[266] Esse é o caso da IKEA, companhia sueca do segmento de mobiliário e itens de decoração. Conforme explicita a *head global* de sustentabilidade da companhia, Elisabeth Munck af Rosenschöld, a IKEA adotou uma estratégia de sustentabilidade em toda a cadeia de valor, denominada "People & Planet Positive". Além de reduzir a pegada de carbono e conferir especial atenção à área de suprimentos e logística, que é responsável pelo transporte de todos os insumos e produtos, em 2018 "anunciou o compromisso de remover todos os produtos plásticos de uso único até 2020 e se tornou membro da NextWave, iniciativa que envolve líderes empresas, cientistas e ONGs focadas em tecnologia e no consumidor para integrar o plástico do oceano em produtos de consumo de maneira escalável" (FILIPPE, Mariana. Como ser sustentável? "Basta começar", diz chefe de ESG da Ikea. **Exame**. Lisboa, 30 jun. 2022. Disponível em: https://exame.com/esg/como-ser-sustentavel-basta-comecar-diz-chefe-de-esg-da-ikea/. Acesso em: 1 set. 2022).

[267] Não obstante, os contornos de definição do fator social ainda se mostram abstratos, sobretudo se comparados aos demais componentes do fenômeno ESG, por conta da diversidade de contextos locais e setoriais: "A questão que se coloca, portanto, é entender os desafios do processo de integração do pilar 'S' aos investimentos, bem como quais questões estariam conectadas às performances e responsabilidades empresariais, o que, para além da consideração de fatores globais, implica esferas relativas ao âmago de determinado negócio, indústria ou setor" (ALEIXO, Letícia S. P.; SILVA, Thalita V. G. e. **O que é o "S" de ESG?** In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 311).

paradigma do *stakeholderism* em detrimento ao do *shareholderism*,[268] concepções já trabalhadas ao longo da Seção 1.

Nesse eixo, confere-se destaque às relações de trabalho e às questões envolvendo diversidade e inclusão,[269] com especial ênfase à ideia de que a existência de propostas ESG robustas tem a capacidade gerar o aumento da produtividade dos funcionários.

O relatório *McKinsey Quarterly* aponta o aumento da produtividade dos trabalhadores como uma das cinco formas por meio das quais estratégias ESG podem criar valor para as companhias, destacando que pode ajudar na atração e manutenção de funcionários de qualidade e no aumento da motivação no desempenho das funções a partir da ideia de que elas estariam conectadas a um propósito maior, culminando, assim, em uma elevação no nível da produtividade em geral. O relatório indica, também, que a satisfação dos funcionários está positivamente correlacionada com os retornos dos acionistas.[270]

Assim, argumenta-se que companhias que adotam práticas pautadas em critérios de inclusão, fomento à diversidade e demais impactos sociais tendem a criar não apenas um ambiente de maior satisfação para seus funcionários, como também uma percepção de que existe conexão e senso de pertencimento a valores maiores e mais relevantes do que a mera relação de prestação de trabalho em troca de remuneração.[271]

Observa-se, ademais, que o inverso também ocorria: modelos de negócio que internalizam práticas frágeis de ESG tenderiam a experimentar diminuição em seus índices de produtividade, à medida que falhariam em criar tal atmosfera de propósito comum entre os

---

[268] Corroborando tal raciocínio, destaca-se: "Dentre os fatores comumente considerados na análise do pilar 'S', está, por exemplo, o relacionamento das empresas com seus *stakeholders*, superando-se a antiga concepção, que preconizava um bom engajamento com *shareholders* – os acionistas. Nesse sentido, devem ser considerados, para além e em pé de igualdade, colaboradores, fornecedores, clientes e comunidades. Boas condições de trabalho, equidade de gênero, diversidade e inclusão social, capacidade de atração de talentos e de incentivo à inovação são variáveis frequentes nas métricas de análise ESG" (Ibidem, p. 313).

[269] Partindo-se da concepção de que o novo modelo capitalista implica a colaboração dos agentes econômicos com todos os sujeitos que sofrem os impactos de suas atividades, em oposição ao modelo que defende um privilégio aos interesses restritos dos acionistas, sustenta-se que a sociedade empresária, "detém como objeto não só a obtenção de lucro, mas também o resgate de princípios inerentes ao Estado Democrático de Direito, tais qual a igualdade, a dignidade humana, o desenvolvimento, a liberdade, o bem-estar e os valores sociais do trabalho e da livre-iniciativa" (REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 72).

[270] Desse modo, entende-se que existe nexo de causalidade entre a percepção do impacto positivo do trabalho sobre os beneficiários e a motivação para a continuidade da prestação: "*The stronger an employee's perception of impact on the beneficiaries of their work, the greater the employee's motivation to act in a 'prosocial' way*" (HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin, op. cit., p. 6).

[271] Tal raciocínio é justificado a partir da ideia de que "uma vez que a percepção do empregado sobre o impacto que o seu trabalho tem para os beneficiários aumenta, ao passo que há o aumento também da sua motivação para atuar a favor de questões sociais de igual valor e igual relevância no seu núcleo de convivência e influência" (ENGELMANN, Wilson; NASCIMENTO, Hérica C. P. O desenvolvimento dos direitos humanos nas empresas por meio do ESG como forma de qualificar as relações de trabalho. **Rev. Esc. Jud. TRT4**, Porto Alegre, v. 3, n. 6, p. 113-135, jul./dez. 2021. p. 124).

funcionários. Consequentemente, estariam mais vulneráveis a situações como, por exemplo, a ocorrência de greves.[272]

Conforme visto anteriormente, a Agenda 2030 da ONU estabeleceu como prioridade o compromisso global com vistas ao alcance de 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, que podem atuar como um guia à implementação de práticas e estratégias ESG no âmbito empresarial.

Dentre esses objetivos está o de número 8, que propõe o trabalho decente e o crescimento econômico sustentado, inclusivo e sustentável, bem como o emprego pleno e produtivo para todos.

Por conseguinte, entende-se que o fator "S" do ESG é a dimensão que pode englobar práticas aptas a conferir concretude e efetividade ao cumprimento do ODS 8, ao privilegiar aspectos como a proteção dos direitos humanos, a tutela dos direitos trabalhistas, com ênfase na saúde e segurança no meio ambiente de trabalho, na erradicação das formas de trabalho infantil e análogo à escravidão,[273] zelo pelo cumprimento das questões de igualdade de gênero, além da responsabilização pela cadeia de fornecimento de produtos e serviços, e proteção aos dados e demais direitos do consumidor.[274]

Nesse cenário, a estruturação de abordagem ESG que esteja em consonância com a efetivação do ODS 8 da Agenda 2030 levaria em consideração medidas como a valorização dos salários, melhoria nas condições do local de trabalho, com a devida preocupação com

---

[272] HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin, op. cit., p. 7. O relatório chama atenção, ainda, para a importância de adotar as estratégias ESG de maneira ampla, não abrangendo apenas as relações de trabalho dentro da estrutura interna da companhia, mas também toda a cadeia produtiva/de fornecimento. O mesmo pode ser percebido no âmbito da Política de Sustentabilidade da B3, a qual reafirma o compromisso com o desenvolvimento sustentável e é direcionada para a gestão interna da B3 S.A., e tem como bases de sustentação 4 pilares – mercado, ambiental, social e governança corporativa. Especificamente no que concerne ao pilar "social", a política privilegia: atração e retenção de talentos; desenvolvimento de pessoas; melhoria da qualidade de vida; indução de boas práticas sociais junto à cadeia de valor e aos demais públicos de relacionamento; promoção do investimento social privado; e incentivo ao voluntariado (B3. **Novo Valor – Sustentabilidade nas Empresas**. Como começar, quem envolver e o que priorizar. s/d. p. 12).

[273] Destaca-se, nesse tema, a preocupação do mercado consumidor com o desincentivo ao consumo de produtos e serviços não-sustentáveis e obtidos por meio de relações incompatíveis com a ideia de trabalho decente: "Na área social, diversas grandes companhias foram envolvidas em escândalos relacionados à presença de trabalho escravo ou trabalho infantil em suas cadeias produtivas, com repercussões deletérias aos negócios e à reputação de marcas comerciais, como ocorreu com a Nike, na década de 1990, e com a Zara, no Brasil, mais recentemente, que viram a cotação de suas ações despencar na bolsa de valores, na esteira de notícias desabonadoras. Como resultado da preocupação com tais impactos negativos, parte do público consumidor passou a guiar suas escolhas com base em expectativas de sustentabilidade ambiental e social, repelindo produtos e marcas associados com degradação ambiental, métodos não salutares de produção e violações de direitos humanos. Verificou-se, ainda, que tais consumidores estavam dispostos a pagar um sobrepreço pela garantia de que o produto adquirido é produzido de forma sustentável" (GOMES, Rafael A. As certificações de responsabilidade socioambiental e a tutela das expectativas sociais. In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 294.).

[274] ENGELMANN, Wilson; NASCIMENTO, Hérica C. P., op. cit., p.127.

medidas de segurança e proteção à saúde física e mental dos trabalhadores, incentivo à diversidade em todas as suas dimensões (étnica, social, cultural e de gênero)[275] para a composição dos quadros de funcionários, treinamento dos colaboradores para uma mudança de cultura no ambiente corporativo, dentre outras.

Em última análise, considera-se que uma adequada abordagem ESG com foco no fator social não apenas protege os direitos humanos[276] em sentido amplo, como também denota uma conduta de prestação positiva – e deliberada – no sentido de promovê-los de maneira ativa e, concomitantemente, atrair retornos financeiros e vantagens competitivas para os agentes econômicos.[277]

Embora seja possível perceber a conexão entre o eixo social do fenômeno ESG com a estrutura principiológica internacional que culminou na Agenda 2030, a qual é orientada ao paradigma da sustentabilidade, é preciso reconhecer que os outros dois eixos componentes do acrônimo – meio ambiente e governança corporativa – já se encontram em níveis mais profundos, tanto no que tange à compreensão de seus conceitos e objetivos, quanto à observação de suas possibilidades de implementação prática.

É nesse sentido a crítica empreendida por Rick Redding, diretor-presidente da Index Industry Association (IIA), para quem o "S" tem se tornado o principal problema no direcionamento de investimentos ESG. Isso porque existe uma confusão sobre o que seria de

---

[275] Cita-se como exemplo a baixa presença feminina em cargos de liderança nas companhias no Brasil: "Segundo levantamento da Teva Indices, apenas 14,1% dos assentos dos conselhos de administração das companhias de capital aberto são ocupados por mulheres. A escassez de diversidade de gênero pode implicar em baixa performance dessas empresas nas pautas de ESG (Environmental, Social and Governance)" (ROCHA, Daniel. Mulheres em cargos de liderança impulsionam agenda ESG. Entenda. **Estadão**, São Paulo, 07 mar. 2022. https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/mulheres-cargos-lideranca-impulsionam-esg#:~:text=O%20estudo%20apontou%20que%2052,de%20lideran%C3%A7a%20correspondeu%20a%2048%25. Acesso em: 23 ago. 2022).

[276] Em síntese, sobre a relação entre a promoção dos direitos humanos no âmbito empresarial e a efetivação da agenda ESG, tem-se que "o amadurecimento do pilar 'S' ou componente social do ESG concentrou-se na implementação dos Princípios para Investimentos Responsáveis, que convergem em torno dos Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos e das Diretrizes da OCDE. Construída com base na consagração do "consenso", do pragmatismo principiológico e da dinâmica multi-stakeholder, a autorregulação acompanhou a visão financeira de "sustentabilidade estratégica", com vistas à redução de riscos reputacionais" (ALEIXO, Letícia S. P.; SILVA, Thalita V. G., op. cit., p. 325).

[277] Sobre esse particular, argumenta-se que o retorno para as companhias já é vantajoso mesmo que vislumbrado apenas do ponto de vista da "geração de valor moral, social e humanitário o que, consequentemente, dado o período histórico vivenciado, se traduz em verdadeira vantagem competitiva e de lucratividade. Vale dizer, o empreendedor não tem nada a perder quando implementa uma agenda ESG com foco no aspecto social, ele tende apenas a ganhar acumulando um lucro limpo, onde todos ganham: as empresas, a sociedade como um ser coletivamente considerado e os trabalhadores que se veem como pontos de ligação para a materialização de tais valores, portanto, peças centrais e determinantes para essa concretização" (ENGELMANN, Wilson; NASCIMENTO, Hérica C. P., op. cit., p.128). Corrobra esse entendimento a análise feita por Larry Fink: "*Workers demanding more from their employers is an essential feature of effective capitalism. It drives prosperity and creates a more competitive landscape for talent, pushing companies to create better, more innovative environments for their employees—actions that will help them achieve greater profits for their shareholders. Companies that deliver are reaping the rewards*" (FINK, Larry. BlackRock Inc., op. cit., p. 2).

fato uma definição de "social", ante a diversidade de abordagens regulatórias potencialmente diferentes para esse fator em várias jurisdições, além da menor disponibilização de dados quantitativos sobre os chamados "investimentos socialmente responsáveis" em comparação com os dados disponíveis para os fatores ambiental e de governança, o que denota um problema de materialidade.[278]

Diante disso, os atores do mercado de investimentos ESG acenam para a necessidade da veiculação de uma "taxonomia social"[279] que possa ser aplicada como filtro para a análise de riscos sociais, a exemplo do que já ocorre com a definição de parâmetros mais claros de sustentabilidade ambiental, como medições relativas às emissões de carbono.

Em que pese a indefinição sobre parâmetros claros em torno do eixo social, o fato é que suas possíveis implicações permanecem atuais no radar do mercado de investimentos ESG, principalmente após a pandemia da Covid-19, que afetou drasticamente a relação entre empregados e empregadores.

Antes vinculada a um paradigma onde questões como saúde mental no ambiente de trabalho e diversidade não eram discutidas com a mesma relevância que aspectos como remuneração e flexibilidade de jornada, hoje essa relação é permeada pelas expectativas dos trabalhadores de que os empregadores sinalizem o atendimento de questões sociais importantes, como equidade salarial entre gêneros e a composição dos quadros de funcionários em atendimento a critérios de diversidade.

No entanto, cabe provocar uma reflexão sobre a aparente incoerência praticada por parte da classe empresária, que, por um lado promove pauta social que contempla forte carga de consideração dos interesses dos trabalhadores e, por outro, defende a flexibilização das regras que regem as relações trabalhistas,[280] bem como contribui para o achatamento do

---

[278] BLOOMBERG. Gestores de ativos pedem regras claras para investimentos ESG. **Infomoney**, 22 jul. de 2021. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/ondeinvestir/gestores-de-ativos-pedem-regras-claras-para-investimentos-esg/. Acesso em: 24 ago. 2022.

[279] Esse aspecto é retratado pelo seguinte trecho de matéria jornalística: "Andy Howard, que ajuda a administrar mais de US$ 920 bilhões como responsável global por investimentos sustentáveis da Schroders, espera regras mais claras da União Europeia para ajudar a orientar o setor. Os investidores do bloco já possuem uma taxonomia verde. Agora esperam por uma taxonomia social para ajudá-los a definir e medir o risco social em diversos aspectos, por exemplo, como uma empresa trata os funcionários até a exposição ao trabalho infantil, além de parâmetros básicos como igualdade. Mas isso ainda levará tempo. Por enquanto, um subgrupo nomeado pela UE ainda estuda o que deveria entrar em uma taxonomia social, e um relatório sobre as conclusões é previsto para o final deste ano" (BLOOMBERG, loc. cit.).

[280] A esse respeito, os argumentos utilizados por representantes da classe patronal são no sentido de que os direitos sociais, embora visem à proteção do trabalhador, reduzem a geração de empregos. A reforma trabalhista implementada por meio da Lei n° 13.467/2017, conhecida pela flexibilização das relações trabalhistas, foi defendida por membros dos setores da indústria, bancos, transporte, saúde, agricultura e pecuária sob a alegação principal de que mais empregos seriam criados (o que, reprisa-se, já se tornou controverso nos dias atuais). Durante a tramitação do Projeto de Lei n° 6.787/2016 no Congresso, foram ouvidos representantes de tais classes na Comissão Especial da Reforma Trabalhista da Câmara dos Deputados. O representante da Confederação

salário dos empregados enquanto aumenta de forma substancial a remuneração de administradores.

A respeito da discrepância entre os salários dos empregados e os dos administradores, estudos recentes apontam que a remuneração média anual em 2021 dos 88 diretores presidentes das companhias que integram o Ibovespa foi 111 vezes maior do que a remuneração média anual dos colaboradores dessas companhias.[281]

Essa constatação sugere que o discurso em prol do ESG pode não estar ganhando concretude em relação ao eixo social e eventualmente pode estar ocorrendo publicidade inadequada por parte de companhias, que publicizam alinhamento a práticas ESG (sobretudo em relação ao eixo "S"), mas, na prática, adotam medidas que não correspondem ao que divulgam, o que pode se enquadrar como "*social washing*" e, em última análise, fraude.

Em síntese, é possível compreender o fator "S" do ESG como aquele em que se observa a gestão da companhia em termos da sua relação com os diversos *stakeholders* que a cercam, em especial os funcionários, os fornecedores, os consumidores e a comunidade em que exerce suas atividades para, em última análise, reduzir a desigualdade social.

Para tal finalidade, são levados em consideração aspectos como a promoção da inclusão equitativa e o incentivo à qualificação dos colaboradores, a produção e circulação de bens e serviços que não ofereçam riscos à saúde e à segurança dos consumidores, bem como a

---

Nacional das Instituições Financeiras (CNF) e da Federação Brasileira de Bancos (Febraban) afirmou, por exemplo, que a legislação trabalhista, sob a suposta defesa de direitos sociais, tem sido suporte para ações reclamatórias no Judiciário, o que demandaria uma necessidade de modernização da lei (FIESP. Confederações patronais favoráveis à reforma trabalhista. **Portal FIESP**, 13 mar. 2017. Disponível em: https://www.fiesp.com.br/siniem/noticias/confederacoes-patronais-favoraveis-a-reforma-trabalhista/. Acesso em: 12 dez. 2022).

[281] LIMA, Monique. Salário anual médio de CEOs de empresas do Ibovespa é de R$ 12,57 milhões. **Forbes**, 2022. Disponível em: https://forbes.com.br/forbes-money/2022/08/ceos-de-empresas-do-ibovespa-recebem-111-vezes-mais-que-os-funcionarios/. Acesso em: 12 dez. 2022. No que diz respeito à realidade estadunidense, o abismo entre a remuneração dos trabalhadores e a da alta administração é ainda maior: "Os CEOs das maiores empresas dos Estados Unidos ganharam, em média, 324 vezes mais do que a média dos funcionários dessas companhias em 2021. O levantamento é da AFL-CIO, a maior federação de sindicatos de trabalhadores dos EUA, e considera as empresas que fazem parte do S&P 500, um dos principais indicadores do mercado financeiro do país. No ano passado, os executivos receberam em média US$ 18,3 milhões (cerca de R$ 102 milhões pela cotação do final de 2021). Já os funcionários tiveram uma remuneração bem mais modesta, de pouco mais de US$ 56 mil (R$ 312 mil). A remuneração dos CEOs vem subindo mais que a dos trabalhadores e aumentando essa diferença entre o topo e os demais. Em 2020, os chefes receberam em média 299 vezes o salário dos trabalhadores; em 2019, essa razão era de 264 para 1. Considerando a inflação de 7,1% nos EUA em 2021, os salários dos funcionários – que tiveram alta de apenas 4,7% no mesmo ano – perderam poder de compra. Já a remuneração dos CEOs cresceu 18,2%" (G1. CEOs de empresas dos EUA ganham 324 vezes mais que funcionários; veja maiores remunerações. **Portal G1 Economia**. 20 jul. 2022. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/07/20/ceos-de-empresas-dos-eua-ganham-324-vezes-mais-que-funcionarios-veja-maiores-remuneracoes.ghtml. Acesso em: 12 dez. 2022).

valorização das comunidades em que as companhias estejam presentes, a partir de projetos de capacitação de capital humano e aproveitamento de talentos, por exemplo.[282]

2.2.3 Governança corporativa

O conceito de "governança corporativa" pode ser definido, nas palavras de Aline de Menezes Santos, como conjunto de mecanismos (públicos e privados), tais como leis, regulamentos e práticas comerciais "que organizam e comandam a relação, em uma economia de mercado, entre os controladores e administradores de uma empresa, de um lado, e aqueles que nela investem recursos, de outro".[283]

Nessa mesma linha, Alexandre Miceli da Silveira entende a governança corporativa como "o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio".[284]

Por seu turno, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC apresenta a seguinte definição para o conceito de governança corporativa:

> Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.
> As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.[285]

---

[282] Nesse contexto, destaca-se, por exemplo, a política de "voluntariado empresarial" desempenhada pela C&A Brasil por meio do Instituto C&A. Trata-se de um programa iniciado em 1991 e que incentiva os colaboradores da C&A Brasil a se conectarem com iniciativas de moda em diversos locais do país: "Por meio das ações, os voluntários compartilham tempo, conhecimento e habilidades com mais de 100 organizações sociais, coletivos, cooperativas, redes e empreendedores que fazem da moda uma ferramenta de transformação nas suas comunidades. Cada colaborador tem pelo menos 3 dias disponibilizados pela empresa para atuação voluntária no ano e as atividades podem ser presenciais ou online, técnicas ou "mão na massa" e também podem acontecer de forma pontual ou contínua – sempre com apoio e acompanhamento do Instituto C&A" (Informações disponíveis em: https://institutocea.org.br/voluntariado/. Acesso em: 1 set. 2022).

[283] SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, a. XLII, n. 130, p. 180-206, abr./jun. 2003. p. 180.

[284] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 2.

[285] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 20. No mesmo sentido já se manifestou a CVM: BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, jun. 2002, p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

Assim, a governança corporativa pode ser entendida como conjunto de instrumentos e práticas com o objetivo de orientar o relacionamento entre acionistas, administradores, demais órgãos societários, entidades e pessoas que se integrem e se relacionem com determinada companhia, incluindo-se os *stakeholders*. Tais práticas tendem a viabilizar um ambiente corporativo propício à perpetuidade da entidade, assim como otimizar o acesso da organização a capital, seja no mercado financeiro ou no de capitais.

A origem do movimento que ficou conhecido como governança corporativa remonta aos Estados Unidos e à Inglaterra no final da década de 1980. Ainda que haja registro, na literatura, de situações de fato que geraram a necessidade de se desenvolver práticas de governança corporativa em um passado remoto, a governança (tal qual aplicada e difundida nos dias atuais) teve origem recente, a partir da necessidade de se estabelecer um sistema de gestão corporativa que prestigie a probidade, a transparência e a ampliação de direitos dos minoritários.[286]

Variados fatores fomentaram o surgimento, desenvolvimento e a consolidação da governança corporativa. Dentre eles, vale mencionar o protagonismo de investidores institucionais (como, por exemplo, as entidades fechadas de previdência complementar e as companhias seguradoras) no mercado de capitais e sua crescente postura ativista. Em razão da possibilidade e interesse de grande parte desses agentes econômicos em realizar investimentos de médio ou longo prazo, passaram a exigir mais informação, mais qualidade de informação e transparência das companhias investidas, além de impor limites à atuação dos acionistas controladores.[287]

Nesse contexto, ganha destaque a onda de privatizações ocorrida em diversos países, sobretudo na Europa e na América Latina, o que acentuou a importância do mercado de capitais para os países em questão e promoveu discussões sobre o modo de condução do controle e da gestão de sociedades que anteriormente eram de propriedade estatal.

Além disso, eventos de escândalos corporativos nos Estados Unidos e na Europa no início da década de 2000 externalizaram falhas estruturais de diversos participantes do

---

[286] Aline de Menezes Santos ressalta o colapso da *South Sea Company*, em 1720, como o primeiro caso bem documentado de governança corporativa. Porém, a própria autora admite que o movimento, como se observa hoje, teve mesmo sua origem no direito anglo-saxão no fim do século passado, sendo os demais casos apenas precursores de tal discussão (SANTOS, Aline de Menezes, op. cit., p. 181-186). Por sua vez, Alexandre Di Miceli da Silveira destaca que as questões que hoje ocasionam os problemas que a governança corporativa tenta solucionar já eram apontadas por Adam Smith em sua obra A Riqueza das Nações (SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit., p. 34).

[287] SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Altas, 2005. p.10.

mercado, prestadores de serviços ou das companhias abertas propriamente ditas, advertindo a necessidade de se aprimorar as políticas de monitoramento.[288]

Vários outros motivos podem ser indicados como originadores ou impulsionadores da doutrina da governança corporativa, tais como como as crises econômicas dos países em desenvolvimento nas décadas de 1980 e de 1990, assim como a globalização, com maior interconexão dos mercados, diminuição de barreiras comerciais entre países e maior facilidade para a circulação de capital.

Este trabalho não se propõe a exaurir a análise de cada um desses motivos, mas tão somente registrar que foi, de fato, a conjunção de variados e diversos fatores e elementos que iniciou o movimento que passou a ser conhecido (nos países que adotam a língua inglesa) como *corporate governance*, posteriormente importado para o Brasil e traduzido de forma literal como "governança corporativa".[289]

As estruturas organizacionais das companhias, por seu turno, igualmente contribuíram para a constatação de um cenário que direcionou as principais práticas de governança. Explica-se: muito em razão da integração econômica entre diversos países por consequência do comércio internacional e da expansão das operações financeiras em escala global, ao longo do século XX as companhias sofreram relevantes transformações, em grande medida determinada pelo crescimento de suas atividades, fato que necessariamente demandou ajustes na estrutura de controle dessas entidades.

Sobretudo nos países anglo-saxões, tais mudanças acentuaram a dissociação entre propriedade e controle, isto é, entre aqueles que detêm a propriedade dos ativos (no caso da companhia, os acionistas) e aqueles que detêm o poder de gestão sobre tais ativos (os administradores, que são responsáveis pela gestão dos ativos das companhias), o que deu origem à denominada teoria do mandante-mandatário (ou agente-principal) e aos chamados "problemas de agência".[290]

---

[288] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit., p. 4-5.

[289] Registre-se que tal expressão já foi objeto de críticas. Aline de Menezes Santos afirmou que "para entender melhor o que é governança corporativa (diga-se de passagem, uma má tradução de *corporate governance*) é útil ir à origem da expressão. "Corporate" vem de "corporation", que é o equivalente em inglês à nossa sociedade anônima. No caso, podemos simplesmente pensar em empresa. "Governance" vem do latim "gubernare" e tem a ver com governar. A expressão significa o sistema de governo da empresa. No mesmo sentido, Rosman: "O termo "governança corporativa" é tradução literal e ruim da expressão inglesa equivalente. [...] seria mais adequado usar a expressão "governo das empresas" ou "governo das sociedades", que são expressões mais correntes nos países de língua latina, nos quais a palavra "corporação" tem, não o sentido de sociedade anônima ou companhia, mas, o de associação profissional ou de classe" (SANTOS, Aline de Menezes, op. cit., p. 132).

[290] De acordo com John Armour, Henry Hansmann e Reiner Kraakman: *"[...] corporate law performs two general functions: first, it establishes the structure of the corporate form as well as ancillary housekeeping rules necessary to support this structure; second, it attempts to control conflicts of interest among corporate constituencies, including those between corporate "insiders," such as controlling shareholders and top*

Nesse contexto, o mandatário (ou agente) é aquele empregado por outrem (o mandante ou principal) para desempenhar determinada tarefa em favor deste último, que, por sua vez delega ao mandatário poderes para tomada de decisões.[291]

Referida teoria destaca um aspecto que é tido como a razão do surgimento da governança corporativa: nem sempre o mandatário atuará no melhor interesse do mandante. Desse fato decorrem os chamados conflitos (ou problemas) de agência. É exatamente o que ocorre quando os interesses dos administradores não estão alinhados com os interesses dos acionistas (titulares da propriedade).[292]

Os debates que resultaram na criação do conceito de governança corporativa tiveram origem justamente nos conflitos inerentes à dissociação entre propriedade e controle e, consequentemente, da potencial não coincidência entre os interesses dos acionistas e dos administradores da companhia por eles investida.

Os "conflitos de agência" não eram novidade à época em que despontou o debate acerca da governança corporativa (eles já existiam e eram conhecidos há tempos). No entanto, determinados fatores externos deram tração ao seu desenvolvimento.

Um desses fatores é assunção de protagonismo e posição de liderança, nos mercados de capitais, pelos investidores institucionais (em grande medida, entidades fechadas de previdência complementar, companhias seguradoras e fundos de investimento), acionistas minoritários que passaram a adotar postura ativista, de maior participação nos eventos societários e interesse no crescimento das companhias investidas, bem como no aperfeiçoamento da administração de tais sociedades.

Em contexto de conflito de agência entre acionistas e administradores, o engajamento de investidores institucionais (com todo o poder negocial decorrente da participação societária

---

managers, and "outsiders," such as minority shareholders or creditors. These conflicts all have the character of what economists refer to as "agency problems" or "principal-agent" problems. […] "The first involves the conflict between the firm's owners and its hired managers. Here the owners are the principals and the managers are the agents. The problem lies in assuring that the managers are responsive to the owners' interests rather than pursuing their own personal interests. The second agency problem involves the conflict between, on one hand, owners who possess the majority or controlling interest in the firm and, on the other hand, the minority or noncontrolling owners. Here the noncontrolling owners can be thought of as the principals and the controlling owners as the agents, and the difficulty lies in assuring that the former are not expropriated by the latter. […] The third agency problem involves the conflict between the firm itself — including, particularly, its owners — and the other parties with whom the firm contracts, such as creditors, employees, and customers. Here the difficulty lies in assuring that the firm, as agent, does not behave opportunistically toward these various other principals — such as by expropriating creditors, exploiting workers, or misleading consumers" (ARMOUR, John. HANSZMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. **The anatomy of Corporate Law**: a comparative and functional approach. 3.ed. New York: Oxford University Press 2017. p. 29-31).

[291] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit., p. 35.

[292] SANTOS, Aline de Menezes, op. cit., p. 186.

que possuem) foi um dos motores do desenvolvimento das chamadas práticas de governança corporativa.

Com efeito, "em um primeiro momento, o foco da governança corporativa estava voltado para a resolução de conflitos internos nas empresas, tendo como objetivo trazer para os acionistas controladores facilidades na administração estratégica das companhias", como anotou Milton Nassau Ribeiro.[293] Assim, com o intuito de mitigar conflitos de agência, foram criados mecanismos com o objetivo de promover o alinhamento de interesses das partes envolvidas (acionistas e administradores).

No Brasil, o movimento em torno da governança corporativa se iniciou aproximadamente 10 anos após o ocorrido nos países anglo-saxões, manifestando algumas características particulares. Em seu núcleo, os motivos que estimularam o surgimento das práticas de governança no Brasil não são diferentes daqueles presentes em outros países. Porém, em nosso País, em razão de a grande maioria das companhias terem controle majoritário (concentrado), as práticas de governança corporativa foram sendo adotadas mais para resolver mais o conflito entre minoritários e controladores do que o tradicional conflito entre acionistas e administradores.

Não que o conflito entre os interesses dos acionistas e os dos administradores esteja ausente na realidade brasileira, todavia, os conflitos entre os interesses do controlador e os dos acionistas minoritários verificam-se em escala substancialmente superior no Brasil.

Diferentemente do que ocorre nos mercados de capitais mais desenvolvidos, as companhias brasileiras tradicionalmente possuem alta concentração da propriedade acionária. Embora atualmente já seja possível identificar companhias sem controlador definido listadas em bolsa de valores no Brasil, a maior parte das companhias listadas ainda é controlada por grupos familiares, entes estatais ou por grupo de acionistas que possuem alinhamento de interesses (bloco de controle).

A título ilustrativo, note-se que, em dezembro de 2019, das 327 companhias abertas com registro ativo e ações negociadas em bolsa, 269 possuíam controlador definido e apenas 58 não possuíam controlador definido.[294]

Com as operações de desestatização de companhias implementadas na segunda metade da década de 1990 no Brasil, a preocupação em torno da governança corporativa

---

[293] RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 127, p. 163-177, jul./set. 2002. p 166.

[294] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim de mercado. Ano 9, vol. 89, mar. 2021, p. 11. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

aumentou significativamente, sobretudo em razão da necessidade de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, que necessitava atrair novos (e maiores) investidores, bem como pela incerteza a respeito de aspectos práticos do exercício do controle das companhias desestatizadas por particulares privatizadas (o que anteriormente era exercido pelo Estado).

Nesse contexto, foi editada a Lei nº 10.303/2001, que reformou a Lei nº 6.404/1976, com foco na inclusão de dispositivos com o objetivo de ampliar e efetivar direitos dos acionistas minoritários em face do acionista controlador, assim como o estabelecimento de diversas obrigações tanto ao controlador quanto aos administradores para tal finalidade.

Essas medidas tinham por finalidade assegurar proteção adequada aos acionistas minoritários e, por conseguinte, incentivar investimentos, na medida em que os investidores seriam encorajados a alocar recursos em mercado no âmbito do qual o ordenamento jurídico lhes garantisse direitos e prerrogativas bem definidas.

Vale transcrever o acurado registro feito por Francisco da Costa e Silva a respeito da tendência de mudança na cultura societária brasileira no contexto da reforma implementada por meio da Lei n° 10.303/2001:

> A Lei n° 10.303 criou um novo direito político para as ações preferenciais sem direito a voto, com a nova redação dada ao § 4°, do art. 141, da Lei n° 6.404/76. Consiste ele na possibilidade desses acionistas elegerem, em votação em separado, um membro titular e respectivo suplente para o conselho de administração da companhia aberta, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social [...] O acesso de investidores institucionais aos conselhos de administração das empresas também será facilitado, na medida em que, como já mencionado anteriormente, são eles que detém a maior parte das ações preferenciais que se encontram em circulação no mercado. Este fato também trará resultados positivos para a governança das companhias abertas, muitas das quais ainda marcadas pela gestão familiar, uma vez que os investidores institucionais usualmente se fazem representar nos conselhos de administração por profissionais qualificados e experientes em matéria de administração de empresas. A presença dessas pessoas nos colegiados deve funcionar, também, como um saudável instrumento de pressão sobre os acionistas controladores das companhias abertas em direção a um padrão de gestão que valorize as ações no mercado, vale dizer, que tenha como característica, principalmente, a transparência decisória, o 'full disclosure' e uma política de distribuição efetiva de dividendos, que evite a retenção desnecessária de lucros. Não tenho dúvidas em afirmar que a ampliação da participação dos acionistas minoritários no conselho de administração das companhias abertas, associada à mudança da regra de proporção entre as ações ordinárias e as ações preferenciais sem direito de voto, são as inovações que trarão os reflexos mais positivos, sob um perspectiva de longo prazo, é claro, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro [...] Esta convicção está baseada no fato de que, enquanto estes são, tão somente, mecanismos passivos de defesa do investidor, aquelas interferem diretamente na cultura e no comportamento das companhias e dos seus controladores, provocando, portanto, mudanças estruturais e permanentes que se refletirão, de forma positiva, não só nas relações entre maioria e

> minoria, mas também nas relações das empresas com os demais agentes com os quais interage (empregados, comunidade, governo, etc).[295]

Em sequência à introdução da governança corporativa no Brasil, surgiram diversas iniciativas para fins de disseminar suas práticas e princípios. Dentre eles, ganhou força a autorregulação e a compilação de boas práticas de conduta, que atualmente são reunidas nos "códigos de melhores práticas".

A respeito da "codificação" de melhores práticas de governança, cabe registrar que o primeiro código a sugerir a adoção de práticas de governança corporativa foi o denominado Relatório de *Cadbury*, publicado em 1992 na Inglaterra por um grupo de trabalho dedicado a estudar e sugerir ações de aprimoramento da atuação dos conselhos de administração naquele país, que ficou conhecido como "Comissão *Cadbury*).[296]

Desde então, outros códigos de melhores práticas foram surgindo pelo mundo. O debate internacional em torno da governança foi fortalecido por iniciativas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, com a criação, em 1998, do fórum *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*, que, como o próprio nome indica, é focado especificamente em governança corporativa. Nesse fórum foram instituídas diretrizes e princípios internacionais de governança corporativa que passaram a influenciar a elaboração e reforma de leis, assim como direcionar a atuação de órgãos reguladores e a nortear a elaboração de recomendações de melhores práticas de governança.

Seguindo essa tendência, em 1995, foi criado, no Brasil, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA, que, em 1999, passou a ser denominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Também em 1999 o IBGC publicou o seu famoso Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que hoje está em sua 5ª

---

[295] COSTA E SILVA, Francisco da. As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as ações ordinárias, vantagens e preferências. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 137.

[296] Sobre a Comissão Cadbury, Renato Bernhoeft anotou que: "Segundo os registros, em 1991 o Banco da Inglaterra, preocupado com uma série de escândalos que vinham acontecendo com os Conselhos de Administração das empresas, escolheu Lord Cadbury como chairman de uma comissão formada para estudar o assunto. Tinha como finalidade realizar uma revisão cuidadosa do papel dos conselhos de Administração, sua composição e responsabilidades na Inglaterra. Este grupo adotou o nome de Comissão Cadbury e representou um grande esforço da Bolsa de Valores de Londres, da Accontancy Professsion e do Conselho de Reporte Financeiro, todas instituições inglesas de reconhecida capacidade e competência. Segundo a introdução do documento, "em seus termos mais simples a comissão determinou que o reconhecido sistema britânico de 'clube', no qual muitos dos líderes daquele país participavam de Conselhos das companhias uns dos outros, não era adequado para os problemas que estavam sendo enfrentados nas décadas de 1980 e 1990". Como resultado, a comissão desenvolveu o Código de Práticas Recomendáveis (Code of Best Pratices), que teve por base o trabalho de numerosas organizações tanto na Europa como nos Estados Unidos e que foi publicado como relatório final em dezembro de 1992" (BERNHOEFT, Renato. Origens da Governança. *In*: BERNHOEFT, Renato; GALLO, Miguel. **Governança na empresa familiar**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003. p. 3).

edição, englobando recomendações de práticas destinadas aos acionistas, membros do conselho de administração e da diretoria, além de outras matérias.[297]

Cabe notar que no começo dos anos de 1990 já havia surgido o debate sobre as vantagens competitivas que um sistema de governança corporativa poderia proporcionar às companhias.[298] Entre a segunda metade da década de 1990 e início dos anos 2000, foi sendo fortalecida, principalmente na Europa, a ideia de que a companhia não deveria pautar suas atividades para prestigiar apenas o interesses dos acionistas, mas também deveria considerar os interesses dos *stakeholders*, que são em igual – ou até mesmo em maior – medida impactados pelas decisões tomadas no âmbito das companhias.[299]

Segundo o IBGC, o exercício das boas práticas de está fundamentados nos princípios da transparência, da equidade, da prestação de contas e da responsabilidade corporativa,[300] que também já foram propagados pela CVM.[301]

A respeito da transparência, a companhia comprometida com boas práticas de governança tende a disponibilizar ao mercado informações a seu respeito além daquelas exigidas por lei ou pela regulação, não se restringindo apenas às informações de desempenho econômico-financeiro, tudo com o objetivo de aumentar a previsibilidade, segurança e confiança perante seus acionistas e *stakeholders*.

Quanto à equidade, esta "caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas".[302]

O princípio da prestação de contas (*accountability*), por sua vez, professa que os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação sempre de maneira clara, concisa, compreensível e tempestiva, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade nos seus âmbitos de atuação.

Para fins de observar o princípio da responsabilidade corporativa, os acionistas e administradores devem atentar para a viabilidade econômico-financeira das organizações, buscando mitigar externalidades negativas[303] e aumentar externalidades positivas no âmbito

---

[297] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, op. cit., 108 p.
[298] SANTOS, Aline de Menezes, op. cit., p. 191.
[299] Ibidem, p. 192.
[300] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, op. cit., p. 20-21.
[301] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, jun. 2002, p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.
[302] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, op. cit., p. 21.
[303] É importante esclarecer que conceito de "externalidade" tem origem na literatura das ciências econômicas. Segundo Gleen Hubbard e Anthony O'Brien, "uma externalidade é um benefício ou custo que afeta alguém que não está diretamente envolvido na produção ou no consumo de um bem ou serviço. No caso da poluição do ar,

de seus negócios e operações. Destaque-se que esse último princípio da governança corporativa (responsabilidade corporativa), associado aos demais atributos do conceito de ESG contribuem para a conclusão de que as práticas ESG consistem em ações de responsabilidade social corporativa, conforme será melhor desenvolvido adiante.

Sob o ponto de vista funcional, pode-se dizer que o objetivo principal de um sistema de governança corporativa é a criação de mecanismos voltados tanto a incentivar quanto a monitorar o comportamento dos administradores, com vistas a assegurar que esteja sempre alinhado com o interesse social. A esse respeito, Alexandre Di Miceli da Silveira explica que um sistema de governança corporativa só será considerado eficiente quando combinar mecanismos internos e externos a fim de assegurar que as decisões dos administradores sejam tomadas no melhor interesse da companhia.[304]

Nesse contexto, mecanismos internos são aqueles que devem ser implementados e assegurados pela própria companhia, enquanto os mecanismos externos são as práticas adotadas por agentes externos, como órgãos governamentais ou entidades de fiscalização, que viabilizem ambiente que possibilite e incentive a implementação da governança corporativa.

Dentre os mecanismos internos de governança, o conselho de administração é considerado o mais importante, porquanto é o órgão societário que funciona como elo de ligação entre os acionistas e os diretores, atuando como uma espécie de mediador do "conflito de agência".

Outro mecanismo interno de alinhamento de interesses entre acionistas e administradores é um sistema de remuneração que incentive maior comprometimento dos membros da administração com os interesses da companhia. Em última análise, a própria estrutura acionária pode ser considerada mecanismo de governança. Se, por um lado, a concentração da propriedade acionária reduza conflitos entre os administradores e os controladores, por outro lado, aumenta os conflitos entre os acionistas controladores e os minoritários.

A alta dispersão da propriedade acionária, por seu turno, pode fazer com que recaia menor fiscalização sobre atos da administração (pelos acionistas) e, por conseguinte, os administradores acabem concentrando poderes de forma mais acentuada. Não obstante, essa

---

existe uma externalidade negativa, porque, por exemplo, as pessoas que sofrem de asma podem arcar com um custo apesar de não estarem envolvidos na compra ou na venda de energia elétrica que causou a poluição. Também é possível que existam externalidades positivas. Por exemplo, as pesquisas médicas podem gerar uma externalidade positiva porque as pessoas não estão diretamente envolvidas em sua realização ou nos custos por trás delas podem ser beneficiadas" (HUBBARD, R. Gleen. O'BRIEN, Anthony Patrick. **Introdução à Economia**. 2. ed. atualizada. São Paulo: Bookman, 2010. p. 194).

[304] SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, op. cit., p. 10-12.

estrutura pode vir a gerar tratamento mais equitativo aos acionistas, tendo em vista a inexistência de acionista controlador e, consequentemente, do conflito entre controlador e minoritários.

Quanto aos chamados "mecanismos externos", o ambiente institucional e regulatório no qual determinada companhia está inserida pode refletir diretamente no volume de problemas que as práticas de governança corporativa buscam solucionar.

No caso de companhias com alto grau de dispersão acionária, um mercado (no sentido amplo) com elevado grau de competição e um mercado de capitais que possibilite a ocorrência das chamadas aquisições hostis tende a fazer com que os administradores evitem tomar decisões desvirtuadas (tais como as que possam gerar em benefício próprio), pois qualquer decisão que não seja segundo o interesse social tende a repercutir do desempenho da companhia e provocar tanto o enfraquecimento da companhia perante seus concorrentes quanto reflexos na precificação de suas ações pelo mercado, o que pode provocar uma tomada hostil de controle e, consequentemente a destituição dos administradores.

Independentemente da estrutura de propriedade acionária, a atuação de agentes fiscalizadores (sejam governamentais ou do próprio mercado) é extrema relevância, pois quando esses agentes exigem que as companhias mantenham determinado grau de transparência e disseminação de informações (*disclosure*), a probabilidade de eventual decisão da administração contrária ao interesse social passar despercebida é pequena.

Por isso, a adoção de mecanismos internos tende a ser mais eficiente quando tal companhia está inserida em ambiente que assegure a efetividade dos mecanismos externos. Referidos mecanismos, que se traduzem em regras de conduta propriamente ditas (práticas de governança corporativa), são implementados com o objetivo de alcançar determinados benefícios para as companhias e para o mercado como um todo.

Adotando práticas de governança corporativa, as companhias buscam tanto benefícios externos quanto benefícios internos. Externamente, as companhias buscam se tornar mais atraentes para os investidores, aumentando a quantidade de interessados nos valores mobiliários de sua emissão.

Sob o enfoque interno, a adoção de práticas de governança corporativa permite (i) maior transparência da companhia para com seus acionistas; (ii) melhor separação entre os papéis dos membros do conselho de administração, diretores e acionistas; (iii) aprimoramento

dos mecanismos de avaliação, desempenho e recompensa dos colaboradores e administradores e dos processos decisórios; e (iv) maior institucionalização da companhia.[305]

Já sob o prisma externo, os benefícios estão diretamente relacionamentos à capacidade de captação de recursos no mercado e ao custo de captação de tais recursos. Em síntese, as companhias que adotem práticas de governança corporativa tendem a se tornar mais atraentes para investidores. O racional por trás de tal conclusão é que, após a consolidação das boas práticas de governança corporativa, os investidores tendem a apresentar maior disposição a investir em companhias que adotem tais práticas, que contribuem para a longevidade das sociedades empresárias.

Nesse sentido, Aline de Menezes Santos registrou que "o preço que o investidor pagará pela ação de uma empresa depende de seu sistema de governança corporativa [...]. Um bom sistema de governança corporativa (i.e., um contrato bem-feito) resulta em ações mais valiosas e menos custo de capital".[306]

Em sentido semelhante, a CVM já manifestou entendimento de que a adoção de práticas de governança corporativa pode influenciar as decisões de investidores:

> Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.
> Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.[307]

Por outro lado, a adoção de práticas de governança corporativa também representa, em certa medida, custos para a companhia. As medidas necessárias para assegurar o aumento da transparência, gasto com produção de relatórios e montagem de equipe e de áreas especializadas, dentre outras geram despesas que a companhia terá que custear para poder implementar seu plano de adoção de práticas de governança. No entanto, a tendência é que,

---

[305] Ibidem, p. 7-8.
[306] SANTOS, Aline de Menezes, op. cit., p. 188.
[307] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, jun. 2002, p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

em horizonte de médio e longo prazos, tais custos sejam superados pelos benefícios proporcionados pela governança, sobretudo o custo de captação de recursos.

Para efeitos de formalização e implementação, as regras de boas práticas de governança corporativa podem surgir das mais variadas fontes, desde leis ou regulamentação editada por agências reguladores e autarquias, com observância obrigatória, como também por regras editadas por entidades autorreguladores (como determinados códigos de melhores práticas) e regulamentos de índices e de segmentos especiais de listagem de ações em bolsa de valores, cujas adesões são voluntárias, mas as regras passam a ser obrigatórias para as companhas aderentes, e até mesmo regras internas elaboradas e observadas por cada companhia.

Em 2001, a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (à época ainda não integrada com a Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F e com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados – Cetip) criou os denominados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que impunham, às companhias que pretendessem ter seus valores mobiliários neles negociados, a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais àquelas exigidas pela legislação em vigor.

Em 2016, o Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), coordenado pelo IBGC e formado por importantes entidades relacionadas ao mercado de capitais do País, publicou o Código Brasileiro de Governança Corporativa, que compila recomendações de práticas de governança a serem adotadas por todas as companhias que emitam publicamente valores mobiliários.[308]

Sensível à necessidade de aprimoramento da governança das companhias abertas brasileiras, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em 2017, alterou a Instrução n° 480/2009[309] para introduzir, dentre as informações periódicas que devem ser por elas prestadas, o "Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas". Por meio de tal obrigatoriedade, foi consagrado o princípio do "aplique ou explique", segundo o qual as companhias devem explicar os motivos de eventual não implementação de determinada prática recomendada pelo código.

---

[308] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (Coord.). **Código Brasileiro de Governança Corporativa***:* companhias abertas. São Paulo: IBGC, 2016. 63 p.

[309] A Instrução CVM n° 480/2009 foi revogada pela Resolução CVM n° 80/2022, que entrou em vigor em 2 de maio de 2022, mantendo a mesma redação da instrução revogada no que diz respeito ao Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Nesse cenário, o conjunto de práticas relacionadas à governança corporativa colabora para que os investidores passem a ter mais confiança e atração pelas companhias que adotem tais medidas.

Dentro do contexto de práticas ESG, a governança exerce papel relevantíssimo, na medida em que pode funcionar como (i) mecanismos de fiscalização do cumprimento das regras relacionadas a temas ESG pela administração e pelos colaboradores da companhia; (ii) ferramenta para exteriorização, de modo transparente, dos compromissos assumidos pela companhia inerentes à pauta ESG; (iii) meio para prestação de contas, pela companhia, quanto aos avanços e eventuais retrocessos no cumprimento dos compromissos ESG que tenha assumido; e (iv) expediente para alinhamento entre acionistas e administradores quanto à extensão das ações de responsabilidade social corporativa implementadas pela companhia.

2.3 ESG: multiplicidade de conceitos

Com a expansão do uso do termo ESG, que passou a atingir novos agentes econômicos e mercados, foi possível notar também a atribuição de uma espécie de indefinição ligada ao conceito. Isso porque o termo ESG foi empregado de diversas maneiras, gerando como reflexo o surgimento de diversas interpretações semânticas sobre seu significado e seu alcance. De fato, nem mesmo o relatório *Who Cares Wins* trouxe em seu bojo uma definição específica.[310]

Argumenta-se, portanto, que atualmente não existe consenso sobre a definição de ESG e a dificuldade na formulação de conceito único reside justamente na inexistência de teoria comum estabelecendo suas bases e seus fundamentos. Esse cenário irradia efeitos que culminam nos obstáculos ao estabelecimento de avaliações e métricas relativas a fatores ESG, uma das grandes fontes de críticas direcionadas à sua utilização como parâmetro de orientação de investimentos.

Elizabeth Pollman promoveu interessante sistematização dos diversos usos do termo ESG desde sua origem – a publicação no relatório *Who Cares Wins* em 2004. De acordo com a autora, existem quatro principais interpretações envolvendo o acrônimo: (i) ESG como

[310] O relatório traz diversas referências a ESG como um esforço conjunto envolvendo diversas instituições financeiras, esforço este voltado ao desenvolvimento de orientações e recomendações para uma melhor integração de questões ambientais, sociais e de governança à gestão de ativos, serviços de corretagem e funções associadas. Todavia, inexiste a atribuição de uma definição própria ao termo ESG na origem, o que ajudou a impulsionar o desenvolvimento de diversas linhas interpretativas e de aplicação prática para esses fatores. Pollman sustenta, contudo, que a diversidade de aplicações do ESG não significa necessariamente uma exclusão mútua entre elas, embora seja possível verificar aspectos de sobreposição ou tensão (POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 19-20).

fatores para análise de investimentos; (ii) ESG como ferramenta de gestão de risco; (iii) ESG responsabilidade social corporativa; e (iv) ESG como preferência.[311]

O emprego de ESG como fatores para análise de investimentos[312] decorre da amplitude semântica que se extrai do próprio relatório *Who Cares Wins*, que associa ESG a termos como "informações", "questões", "fatores", "critérios", dentre outros, os quais devem ser integrados às análises de investimentos tradicionalmente empreendidas, embora não haja orientação específica e detalhada sobre como operacionalizar na prática essa integração pretendida.

Nesse contexto, o uso do termo ESG faz referência a um conjunto de questões que devem ser integrados à análise de investimentos. Assim, considerado como uma ferramenta para a análise de investimentos, ESG é frequentemente subdividido em seus componentes E, S e G, promovendo-se a explicação por referência ao conteúdo subjacente de cada parte que seria relevante para a tomada de decisão do investidor.[313]

Desse modo, o investidor que paute sua análise em uma proposta ESG robusta poderia experimentar benefícios de duas ordens, basicamente: (i) auferir retorno por seu investimento a partir da alocação de capital para oportunidades mais promissoras e sustentáveis; e (ii) afastar-se dos chamados "investimentos encalhados",[314] os quais podem não trazer retornos por conta de problemas ambientais de longo prazo.

Ambas as hipóteses podem ser ilustradas pelo parâmetro do setor de energia: investimentos nas chamadas "energias limpas", em consonância com o paradigma da sustentabilidade, se mostram bastante promissores,[315] ao passo em que companhias produtoras

---

[311] Ibidem, p. 20-28.

[312] A consideração dos fatores ESG como instrumento de análise de investimentos está presente, por exemplo, na carta de Larry Fink (da *BlackRock*) aos CEOs: "*BlackRock wants to see the companies we invest in for our clients evolve and grow so that they generate attractive returns for decades to come. As long-term investors, we are committed to working with companies from all industries. But we too must be nimble and ensure our clients' assets are invested, consistent with their goals, in the most dynamic companies—whether startups or established players—with the best chances at succeeding over time. As capitalists and as stewards, that's our job*" (FINK, Larry. BlackRock Inc., op. cit., p. 3). Nesse cenário, destaca-se o fato de que "grande parte dos investidores aderiram à ideia de investir tão somente em empresas e em fundos que detenham como lema a ideia de responsabilidade social" (REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 93).

[313] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 21.

[314] Em artigo explorando as cinco formas através das quais ESG pode criar valor, a de número 5 representa a "Otimização de investimentos e ativos", fazendo referência ao termo "investimentos encalhados" (*stranded investments*) (HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin, op. cit., p. 7).

[315] É o que se infere, por exemplo, da proposta do "*Green New Deal*", que tem estado no centro do debate público, sobretudo na União Europeia, e que pode ser entendido como um novo paradigma para o capitalismo que "reaproveita a ambição pública do *New Deal* original de Franklin Roosevelt para a era moderna, uma estratégia industrial para combater o colapso climático, ao mesmo tempo em que gera novos empregos verdes e melhora a desigualdade" (MAZZUCATO, Mariana. Financing the Green New Deal. **Nature Sustainabily**. London, v. 5. p. 93–94. fev. 2022. p. 93. Disponível em: https://www.nature.com/articles/s41893-021-00828-x. Acesso em: 19 ago. 2022).

de petróleo experimentam desvalorização por conta, dentre outros fatores, do impacto das demandas internacionais de redução de emissões de gases.[316]

O emprego de fatores ESG como ferramenta de gestão de risco, por sua vez, denota a tendência da comunidade de gestão de ativos em interpretar o ESG como instrumento tanto para identificar oportunidades de investimento quanto para gerir risco.

Por conseguinte, de acordo com investidores e gestores de ativos acostumados a operar no ambiente tradicional de investimentos, a principal justificativa para a incorporação de fatores ESG na análise de investimento relaciona-se ao potencial impacto que tais fatores podem ter nos retornos ajustados ao risco do portfólio, bem como à ligação entre os fatores ESG e a gestão de risco no nível das companhias investidas, lógica apoiada por pesquisas apontando correlações entre a performance financeira de determinadas companhias, bem como retornos ajustados ao risco do portfólio e o emprego de ferramentas ESG.[317]

Não se pode olvidar que muitas vezes a marca representa o ativo mais valioso de uma companhia, a qual é fortemente impactada pela reputação empresarial. Assim, o mercado consumidor tem respondido positivamente aos agentes econômicos que produzem e fazem circular produtos e serviços inovadores, dentro dos parâmetros de sustentabilidade, que propiciam um meio-ambiente de trabalho saudável e acolhedor à diversidade para os colaboradores e que conduzem suas operações de acordo com padrões éticos de governança bem estabelecidos.

Do mesmo modo, denúncias sobre condutas empresariais e modelos de negócio que não levam em conta os parâmetros ESG tendem a ter impacto negativo na reputação dos agentes econômicos, o que pode gerar, por exemplo, ações de boicote.[318] Daí a percepção de que os fatores ESG trariam efeitos positivos de longo prazo, inclusive no que tange à redução de riscos, como, por exemplo, a diminuição da probabilidade de que as companhias sofram

---

[316] Por exemplo, segundo notícia publicada no site *Lloyd's List*, braço do grupo Informa, a *Cosco Shipping* incorreu em uma redução de US$ 800 milhões na frota de navios-tanque petroleiros. O cálculo considerou um mercado de navios-tanque lento, o impacto dos requisitos internacionais de redução de emissões e uma aceleração na renovação da frota (CHEN, Xin. Cosco incurs $800m write-down on tanker fleet**. Lloyd's List**, 24 de jan. 2022. Disponível em: https://lloydslist.maritimeintelligence.informa.com/LL1139621/Cosco-incurs-$800m-write-down-on-tanker-fleet. Acesso em: 19 ago. 2022).

[317] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 22.

[318] A pesquisa "Global Positioning On Sustainability (GPS)", conduzida pela consultoria Walk The Talk by La Maison, avaliou a percepção dos brasileiros sobre ESG e indicou que 20% dos brasileiros realizam boicote às marcas que não demonstram estar em consonância com as práticas ESG (SODRÉ, Igor. 20% dos brasileiros boicotam marcas que não se preocupam com ESG, aponta estudo. **Bloomberg Línea**. Green. 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.bloomberglinea.com.br/2021/12/16/20-dos-brasileiros-boicotam-marcas-que-nao-se-preocupam-com-esg-aponta-estudo/. Acesso em: 19 ago. 2022).

sanções regulatórias por descumprimento de normas ambientais, trabalhistas ou de governança.[319]

Nesse sentido, sustenta-se que ESG funcionaria como um instrumento por meio do qual as companhias podem tentar autorregular sua conduta de maneira menos engessada, ao contrário do que ocorre quando se trata de mecanismos decorrentes de normas cogentes relacionadas a controles internos e contabilidade, os quais costumam estar estruturados em padrões mais rígidos e pré-estabelecidos.[320]

Um reflexo dessa abordagem pode ser verificado nas discussões empreendidas no âmbito do Fórum Econômico Mundial de janeiro de 2020, o qual deu origem ao Manifesto Davos 2020 sobre os propósitos das sociedades empresárias na Quarta Revolução Industrial. A despeito de ser pautado sob a lógica que privilegia a avaliação do desempenho das companhias em métricas alinhadas ao alcance de objetivos associados aos fatores ESG (e não apenas sob a métrica do retorno aos acionistas), estes últimos não foram alijados do processo.

Dentre as preocupações do Manifesto está a de que as companhias devem oferecer retorno sobre os investimentos, mas "desde que considerem os riscos e a necessidade de inovação contínua, bem como que os dividendos sejam pensados a partir do gerenciamento da criação de valor a curto, médio e longo prazos, de forma a possibilitar retornos sustentáveis para os acionistas"[321] sem que isso signifique um sacrifício ao futuro da atividade empresarial.

Destaque-se que a tentativa associação do ESG com gestão de risco parece ser incorreta, na medida em que o controle dos riscos inerentes à atividade empresarial desenvolvida pela companhia já é obrigação natural do administrador, decorrente do dever de diligência (artigo 153 da Lei n° 6.404/1976), o que já abrangeria, de forma geral, as obrigações legais e a mitigação das externalidades negativas geradas pela companhia (como forma de controlar o risco de danos a terceiros e consequente indenização).

No que toca especificamente aos aspectos ambientais do ESG, ao já referido dever de diligência do administrador de companhia soma-se o princípio da precaução ambiental, que impõe a obrigação de prevenção,[322] de modo a se evitar dano ambiental decorrente da

---

[319] O mesmo é observado por Ana Cláudia Redecker e Luiza Trindade: "[...] as gestões que incorporam uma atuação comprometida em impactar positivamente a própria indústria e a sociedade em paralelo com sua atividade empresarial são mais atrativas por permitirem que os investidores analisem fatores de risco e percebam de maneira mais transparente quaisquer futuros casos que impactem o valor das ações" (REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros, op. cit., p. 99).

[320] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 23.

[321] FRAZÃO, Ana, **O interesse social das companhias:** perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 79-109, dez. 2021. p. 90.

[322] O princípio da precaução tem como fonte original o Princípio 15 da Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (elaborado no âmbito da Rio-92), que dispõe que: "Com o fim de proteger o meio ambiente,

intervenção no meio ambiente, tal como ocorre no exercício de determinadas atividades econômicas.

O princípio da precaução no direito ambiental está intrinsecamente relacionado aos riscos ambientais que podem advir de algum ato intervencionista no meio-ambiente. O fato de existir uma incerteza quanto à possibilidade de degradação ambiental decorrente de uma determinada intervenção já é suficiente para que sejam tomadas medidas eficazes que visem à sua não concretização. [323] Como destacou Antônio Beltrão, "a precaução pressupõe, ao contrário, imprevisibilidade dos danos que poderão ocorrer dada a incerteza científica dos processos ecológicos envolvidos".[324]

Com efeito, não há necessidade de comprovação científica da ocorrência do risco, cabendo ao interessado provar que as intervenções pretendidas não são perigosas. Nesse ponto, cabe destacar, contudo, que não é qualquer risco ambiental que faz incidir o princípio da precaução – haja vista que isso tornaria inviável o empreendimento econômico –, mas apenas quando houver uma ameaça de dano irreversível.

Nesse contexto, elaborar e assegurar a correta utilização de controles de risco pela companhia já é tarefa do administrador, não fazendo muito sentido dar tratamento de responsabilidade social corporativa (isto é, prática ESG) a iniciativas dessa natureza.

No entanto, há quem sustente que o engajamento com os diversos *stakeholders* por meio de fatores ESG funciona como uma forma de obter informações que podem ser

---

os Estados deverão aplicar amplamente o critério da precaução de acordo com suas capacidades. Quando houver perigo de dano grave e irreversível, a ausência de certeza científica absoluta não deverá ser utilizada como razão para postergar a adoção de medidas eficazes para impedir a degradação do meio ambiente" (ONU. **Report of the United Nations Conference on Environment and Development**. Organização das Nações Unidas, 1992. Disponível em: https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf. Acesso em 18 mar. 2022). No ordenamento jurídico brasileiro, tal princípio encontra-se positivado no artigo 1° da Lei n° 11.105/2005 (que estabelece a Política Nacional de Biossegurança); no artigo 6º, parágrafo único, da Lei n° 11.428/2006 (que disciplina a utilização e proteção da vegetação nativa do Bioma Mata Atlântica); além da a Convenção sobre Diversidade Biológica de 1992 e da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre a Mudança do Clima de 1992 (aditada pelo Protocolo de Kyoto de 1997), ratificados e promulgados pelo Brasil.

[323] De acordo com Leonardo de Medeiros Garcia e Romeu Thomé, "o Princípio da Precaução é a garantia contra os riscos potenciais que, de acordo com o estado atual do conhecimento, não podem ser ainda identificados. Este princípio afirma que no caso de ausência da certeza científica formal, a existência do risco de um dano sério ou irreversível requer a implementação de medidas que possam prever este dano" (GARCIA, Leonardo de Medeiros; THOMÉ, Romeu. **Direito Ambiental**. 2. ed. Salvador: JusPodium, 2010. p. 33). Na mesma linha, Paulo Affonso Leme Machado anotou que "em caso de certeza do dano ambiental, este deve ser prevenido, como preconiza o princípio da prevenção. Em caso de dúvida ou de incerteza, também se deve agir prevenindo. Essa é a grande inovação do princípio da precaução. A dúvida científica, expressa com argumentos razoáveis, não dispensa a prevenção. 'O princípio da precaução consiste em dizer que não somente somos responsáveis sobre o que nós sabemos, sobre o que nós deveríamos ter sabido, mas, também, sobre o de que nós deveríamos duvidar' - assinala o jurista Jean-Marc Lavieille. Aplica-se o princípio da precaução ainda quando existe a incerteza, não se aguardando que esta se torne certeza" (MACHADO, Paulo Affonso Leme. **Direito Ambiental Brasileiro**. 20. ed. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 107-108).

[324] BELTRÃO, Antônio F. G. **Direito Ambiental**. 2. ed. São Paulo: Editora Método, 2009. p. 35.

aplicadas nas estratégias de mitigação de riscos, não decorrendo necessariamente de qualquer fundamento filosófico ou moral de conduta.[325]

Em sentido diferente, há quem considere ESG – seja mediante equiparação plena ou mediante combinação conceitual – como responsabilidade social corporativa, apoiando-se na ideia subjacente de que haveria conexão entre sua aplicação e a obtenção de benefícios sociais a longo prazo. Tem-se como pano de fundo, portanto, a finalidade de tornar o mundo um lugar melhor.[326]

A adoção de práticas ESG como responsabilidade social corporativa não deve se confundir com ação política ou com mera filantropia, mas como elemento da atividade econômica, que contribui para a eliminação (ou ao menos para a contenção) das externalidades negativas geradas pela empresa, sobretudo no contexto contemporâneo de pouca competição entre agentes econômicos e regulação que não endereça todas as externalidades decorrentes da atividade econômica. Entende-se que esse seria o enquadramento mais adequado, à luz do que se defende nesta tese.

Outra definição que se observou é a de que ESG pode ser instrumento para a realização de análise de investimento aprimorada, apta a gerar como resultado benefícios sociais que talvez não pudessem ser obtidos pelas escolhas de investimento que não incorporam questões relativas a ESG. Observa-se que essa lógica de obtenção de benefícios sociais mais amplos também permeia, por exemplo, dois expoentes da difusão do investimento ESG anteriormente examinados: o *Who Cares Wins*[327] e os *PRI*[328].

---

[325] Em entrevista ao Podcast "*Money Talks*", Henry Tricks, autor de reportagem especial sobre ESG publicada pela *The Economist* em julho de 2022, argumenta que o propósito dos investimentos ESG não é fazer do mundo um lugar melhor, nem especificamente combater as mudanças climáticas, na verdade, o que os gestores de investimento almejam é abordar os riscos de longo prazo de natureza social e ambiental que envolvem as companhias, assegurando que as mesmas estejam salvaguardadas em relação a futuras punições regulatórias. Isto é, trata-se de uma ferramenta de gestão de risco (MONEY TALKS: **The backlash against ESG investing**. Entrevistados: Tariq Fancy, Lisa Woll e Henry Tricks. Entrevistadores: Alice Fulwood, Soumaya Keynes e Mike Bird. The Economist, 20 jul. 2022. Podcast. Disponível em: https://www.economist.com/esg-pod. Acesso em: 22 jul. 2022).

[326] A consideração do ESG como responsabilidade social corporativa contempla, ainda, uma variação que equipara ESG à noção de sustentabilidade (POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 24).

[327] Em descrição sintética sobre a iniciativa Pacto Global, dentro da qual foi cunhado pela primeira vez o termo ESG, como visto, o relatório traz expressamente essa ligação com a ideia de responsabilidade social corporativa como ferramenta para lidar com os desafios impostos pela globalização: "*Through the power of collective action, the Global Compact* ***seeks to advance responsible corporate citizenship*** *so that business can be part of the solution to the challenges of globalisation*" (grifos acrescentados) (ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. viii).

[328] A iniciativa PRI indica expressamente que "Acreditamos que um sistema financeiro global economicamente eficiente e sustentável seja absolutamente necessário para a criação de valor no longo prazo. Tal sistema recompensará o investimento de longo prazo e responsável, beneficiando o meio-ambiente e a sociedade como um todo" (UNEP FINANCE INITIATIVE; UN THE GLOBAL COMPACT, op. cit., p. 4).

Esse cenário posiciona as sociedades empresárias como agentes que desempenham função primordial no fomento ao desenvolvimento – em especial sob a perspectiva sustentável – que podem contribuir para alcançar objetivos almejados pela comunidade internacional, como a erradicação da pobreza e a preservação ambiental.

É nesse contexto que a responsabilidade social corporativa, a despeito de não possuir um conceito uniforme ou universalmente aceito,[329] é vislumbrada como instrumento de promoção do desenvolvimento em âmbito internacional, posto que os agentes econômicos devem exercer suas atividades em consonância com padrões de conduta éticos e atentos às questões sociais e ambientais.[330]

Em suma, nessa perspectiva é possível interpretar o ESG tanto como (i) ferramenta para a o exercício da responsabilidade social corporativa, a qual seria uma expressão da adesão voluntária das companhias à gestão dos impactos sociais e ambientais de suas atividades, em intrínseca ligação com a ideia de um capitalismo de *stakeholders*;[331] quanto (ii) novo sinônimo para a responsabilidade social corporativa propriamente dita, sustentado por noções éticas e morais.

Uma última abordagem considera ESG como a expressão de preferência de algumas companhias ou investidores.[332] Por conseguinte, a difusão das práticas de investimento ESG seria uma espécie de característica adaptativa dos agentes econômicos às mudanças e crescentes demandas dos mercados e das sociedades como um todo, os quais estão cada vez mais inclinados para a circulação de produtos e serviços que concentrem características associadas à inovação sustentável.[333]

---

[329] CASTRO, Emília Lana de Freitas, op. cit., p.105.

[330] Com efeito, "o conceito de responsabilidade social corporativa configura definição complexa, que envolve diferentes escolas, argumentos, teorias e perspectivas. Referimo-nos aqui a padrões de comportamento e a valores morais que devem ser seguidos por aqueles que as regem e que nelas atuam" (Ibidem., p. 111).

[331] Sobre o tema das ações voluntárias associadas ao exercício da atividade empresarial, Ana Frazão indica que atualmente a compreensão do *stakeholderism* "diz respeito a compromissos e responsabilidades que seriam voluntariamente assumidos pelos agentes econômicos, a partir de incentivos positivos – atrair investimentos e consumidores – e negativos – evitar perder investimentos e consumidores, mas sem qualquer obrigação cogente. Daí porque a grande questão é saber o que pode ser efetivamente esperado de iniciativas voluntárias dos agentes econômicos e em que medida alterações nos padrões de investimento e consumo poderão levar às modificações pretendidas e de que maneira" (FRAZÃO, Ana, **O interesse social das companhias:** perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 79-109, dez. 2021. p. 91).

[332] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 27.

[333] Argumenta-se que a integração dos aspectos ESG na gestão de ativos se revela tanto como uma necessidade quanto como um desafio, posto que "a velocidade em que a exigência dos investidores, do mercado, e porque não, do 'novo mundo', quanto à observação de tais aspectos pelas companhias, seja em carteiras administradas diretamente ou por fundos de investimento, corre a passos largos, os quais não são acompanhados na mesma velocidade pelos reguladores, os quais encontram-se analisando a forma como tais fatores deverão ser

Na esteira desse raciocínio, a tendência é que as diversas atividades que circundam o ambiente empresarial (investimentos, prestação de serviços, consumo etc.) sejam realizadas em consonância com os valores caros aos sujeitos que as desempenham. Embora tal fundamento valorativo possa ser desdobrado em várias dimensões (política, ética, filosófica, dentre outras), em última análise, o que se busca é privilegiar questões que ultrapassem o paradigma financeiro puramente considerado.

O encaixe do ESG ocorre justamente em função desse cenário: a despeito de ser um termo vago e carente de definição específica, está associado à ideia que as companhias estão em busca de sustentabilidade e maximização de geração de valor no longo prazo, objetivo mais amplo do que a mera realização de lucros no curto prazo para distribuição aos acionistas.[334]

Finalmente, essa aplicação do termo ESG como expressão de uma preferência contribui para interpretações de que ele seria um sinal de virtude ou um claro indício de uma escolha ideológica pelo capitalismo sustentável por parte das companhias,[335] sendo fonte de críticas fundamentadas na ausência de neutralidade, posto que a preferência seria fruto de exercício valorativo e apoiada em inclinações políticas e ideológicas. [336]-[337]

---

minimamente regulados, e consequentemente observados pelos participantes do mercado" (CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe, op. cit., p. 555).

[334] Comentando o debate sobre *shareholderism* e *stakeholderism* como balizadores do interesse social das companhias, Ana Frazão aduz que existe uma ampla penetração das "concepções ligadas à teoria do *shareholder value*, especialmente na sua versão mais contemporânea de maximização do valor das ações (*maximization value theory*) no curto prazo (*short termism*)" e citando como reflexo a conclusão de que "[...] a pressão pelos ganhos a curto prazo vem reduzindo os gastos com pesquisa e desenvolvimento – especialmente nas companhias abertas – e ainda reduzindo o crescimento da economia americana ano a ano. Portanto, o resultado prático da conjugação das teorias do *shareholder value* e do *short termism* é que a busca do lucro tem sido alcançada às custas da inovação, da força de trabalho qualificada ou dos gastos essenciais de capital para sustentar crescimento de longo prazo" (FRAZÃO, Ana, **O interesse social das companhias:** perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 79-109, dez. 2021. p. 83-84).

[335] Aron Belinky comenta que a perspectiva ESG, por possuir uma lógica centrada no negócio, "incorpora de modo muito explícito a necessidade de priorização. É consenso entre gestores e outros especialistas que a escolha de temas a se incorporar na gestão deve ser feita com base em uma análise de materialidade, ou seja, selecionando-se os aspectos que sejam mais relevantes para cada empresa, tendo em vista os impactos associados às suas atividades" (BELINKY, Aron, op. cit., p.38). Em estudo sobre a materialidade das estratégias ESG com vistas a responder à indagação sobre a possibilidade uma companhia conseguir obter boa performance "fazendo o bem" ("Can a company do well by doing good?"), Gianni Betti, Costanza Consolandi e Robert Eccles concluíram que: "*Our thesis is that good performance on ESG issues which are material from the perspective of the Sustainability Accounting Standards Board (SASB) but which also have impact on one or more SDGs will be a situation where doing good means doing well*" (BETTI, G.; CONSOLANDI, C.; ECCLES, R. G. The Relationship between Investor Materiality and the Sustainable Development Goals: A Methodological Framework. **Sustainability**. Basiléia, v. 10, 2248. p. 1-23. jun. 2018. p. 2. Disponível em: https://doi.org/10.3390/su10072248. Acesso em: 20 ago. 2022).

[336] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 27. Nesse sentido, é interessante notar a crítica empreendida por Elon Musk no início de 2022, após a fabricante de carros elétricos Tesla (da qual Musk é CEO) perder seu lugar no índice S&P 500 ESG Index, que contempla companhias que se destacam em questões ambientais, sociais e de governança (ESG). A justificativa foi a de que embora a pontuação ESG da Tesla tenha permanecido

Diante do exposto, argumenta-se que as diferentes correntes de aplicação do termo ESG que surgiram nas últimas duas décadas estão conectadas a bases de justificação e propósitos igualmente diversos.[338] Veja-se a síntese elaborada por Elizabeth Pollman:

> *The variety of usages of ESG that have developed over time reflect a diverse set of justifications, purposes, and views. Understanding the origins of the term helps shed light on how the possibility of these wide-ranging usages was left open at the outset by the lack of a more specific definition and conceptual grounding. Although ESG was coined to describe the types of issues to be integrated into investment analysis by the financial industry, it was connected to notions of more active engagement to manage environmental and social issues that could mitigate risks and create long-term value, and to UN goals and the principles of the Global Compact that more broadly aimed at producing social benefits, security, and sustainable development. As the term spread, it took on varied associations and meanings that reflect these underlying themes but also in some instances are quite far from where it began*.[339]

Argumenta-se que o ESG tem sido a principal tendência no mercado de investimentos nos últimos anos, mesmo com todas as dificuldades conceituais que foram abordadas, as quais refletem também dificuldades de aplicação prática. Não obstante a capilaridade das estratégias ESG no que tange a investimentos e a práticas de gestão empresarial, bem como a análises empreendidas pelo mercado consumidor sobre o que se demandar dos agentes econômicos, é possível notar uma crescente onda de relevantes críticas sendo direcionada ao fenômeno sob análise.

Em relatório especial sobre o tema ESG, a Revista *The Economist* lamenta ao afirmar que a sigla se transformou em uma abreviação de "tema da moda" e controvérsia, posto que,

---

relativamente estável ano a ano, acabou superada por pares globais da indústria em função de vários fatores, incluindo supostos incidentes de discriminação racial em uma de suas fábricas. Via *Twitter*, Musk alegou que a petrolífera *Exxon Mobil*, a despeito de seu envolvimento em controvérsias sobre alegações de negação climática, foi listada no top 10 do S&P 500 ESG, sendo essa uma das razões para acusar a falta de integridade na elaboração do Índice e relacionar a ideia de ESG à de fraude. Recomenda-se a leitura de BARRY, Eloise. Why Tesla CEO Elon Musk Is Calling ESG a 'Scam'. **Time**. Business. New York City, 25 mai. 2022. Disponível em: https://time.com/6180638/tesla-esg-index-musk/. Acesso em: 26 jul. 2022.

[337] Nesse sentido, destaca-se o comentário de Robert Eccles sobre as percepções de possíveis inclinações politico-ideológicas do chamado "investimento sustentável": "*This is especially true for the field of sustainable investing since it can be an ideological hot button subject to criticism from both the extreme right and the extreme left. The former view sustainable investing as some kind of thinly veiled Communism, at worst, or well-intended but misguided philanthropy that reduces legitimate financial returns at best. The latter see it as a wolf in sheep's clothing, a cynical ploy by rapacious capitalists to call a fund green and charge higher fees for it while the money actually does nothing to make the world a better place*" (ECCLES, Robert G. A critique of Tariq Fancy's critique of ESG investing: an interview with Clara Miller. **Forbes**, 1 out. 2021. Disponível em: https://www.forbes.com/sites/bobeccles/2021/10/01/a-critique-of-tariq-fancys-critique-of-esg-investing-an-interview-with-clara-miller/?sh=40b4fb67390d. Acesso em: 19 ago. 2022).

[338] Essa amplitude semântico-interpretativa tem desembocado em ceticismo e críticas sobre o fenômeno ESG, conforme ilustra a seguinte passagem da reportagem especial da Revista de *The Economist* sobre ESG: "*For all the things the sustainability industry tries to measure, it seldom considers its injurious effects on the ear. The field of ESG is replete with enough acronyms and platitudes to tear a hole in the English language. Win-win is only the worst. There are also purpose and profit, values and value – and the list goes on*" (THE ECONOMIST. Special Report ESG Investing. **The Economist**. Londres, v. 444, n. 9603, 23 jul. 2022. p. 5).

[339] POLLMAN, Elizabeth, op. cit., p. 28.

embora seja muitas vezes bem intencionada, também é profundamente falha, sentenciando que se trata de uma "bagunça profana que precisa ser implacavelmente simplificada".[340] Destarte, torna-se imprescindível abordar a perspectiva crítica em torno do fenômeno ESG, tarefa da qual se ocupará a próxima seção.

2.4 Críticas atuais ao fenômeno ESG

Conforme anteriormente exposto, diversos fatores se alinharam para que ESG se tornasse a "mania do momento" do mercado[341] desde que o acrônimo foi criado no âmbito da iniciativa Pacto Global e expressamente referenciado no relatório *Who Cares Wins*, de 2004.

Quase duas décadas após sua origem, o fenômeno ESG atualmente encontra-se no centro de uma miríade de críticas, como, por exemplo: ausência de conceito bem delimitado; dificuldade de estabelecimento de métricas de avaliação precisas; acusações de "greenwashing", "pinkwashing", "whitewashing"[342] e ativismo corporativo; ausência de dados robustos e comparáveis que efetivamente comprovem seus benefícios; mitigação do papel da regulação sobre questões fundamentais à sociedade e sua substituição paulatina pelos agentes econômicos, em uma transferência injustificável e arriscada,[343] dentre outros aspectos.

---

[340] No original: "*It is an unholy mess that needs to be ruthlessly streamlined*". Three letters that won't save the planet. (THE ECONOMIST. Special Report ESG Investing. **The Economist**. Londres, v. 444, n. 9603, 23 jul. 2022. p. 9).

[341] Dados indicam o sucesso das estratégias ESG nos últimos anos: "Em sua edição mais recente, de 2020, a Global Sustainable Investment Review estima que, nos cinco grandes mercados cobertos pela pesquisa (Europa, Estados Unidos, Canadá, Japão e Australásia — Austrália, Nova Zelândia, Nova Guiné e ilhas próximas), 35,3 trilhões de dólares de ativos sob gestão estão alocados segundo políticas que incluem critérios de sustentabilidade. Esse montante representa 35,9% do total de ativos sob gestão nesses mercados. Entre as várias estratégias de investimento sustentável adotadas, a "Integração ESG" é a mais disseminada, abrangendo o valor de 25,2 trilhões de dólares de ativos sob gestão em 2020, o que representa 143% de crescimento desde 2016" (BELINKY, Aron, op. cit., p.38).

[342] O termo "greenwashing" pode ser traduzido como "lavagem verde" e significa utilizar o discurso da sustentabilidade apenas como uma estratégia de *marketing*, não ancorada em práticas realmente sustentáveis no âmbito dos modelos de negócio. A expressão "pinkwashing", por sua vez, é utilizada para designar aqueles agentes que divulgam que apoiam a comunidade LGBTQIA+, porém, na prática, pouco nada fazem para dar concretude ao seu discurso. Já o termo "whitewashing" é associado à tentativa de um agente econômico de encobrir seus escândalos com investigações que são realizadas com o mínimo esforço e/ou apresentando dados tendenciosos (SEIDLER, Becky; PARIAL, Nishitha. **The many colours of ESG fraud**. 4 abr. 2022. Disponível em: https://home.kpmg/ca/en/blogs/home/posts/2022/04/the-many-colours-of-esg-fraud.html. Acesso em: 21 ago. 2022).

[343] Ilustrando esse raciocínio, retoma-se aqui a conclusão da crítica de Bebchuck e Tallarita ao *stakeholderism*, já comentada na primeira seção deste trabalho, no sentido de que esse modelo aumenta esperanças ilusórias que tem sido usadas "como distração para impedir ou atrasar necessárias e urgentes reformas jurídicas e regulatórias que poderiam, aí sim, assegurar proteção significativa aos *stakeholders*", conforme denota Ana Frazão (FRAZÃO, Ana, **O interesse social das companhias:** perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 79-109, dez. 2021. p. 92-93).

Nesse contexto, teve grande repercussão o ensaio *The Secret Diary of a Sustainable Investor*, escrito por Tariq Fancy (ex-executivo da *BlackRock Inc*.), publicado em agosto de 2021. Fancy chama atenção para questões fundamentais, tais como: os dados sobre investimentos ESG carecem de confiabilidade; delegar decisões que podem impactar *stakeholders* diretamente aos agentes econômicos é arriscado e potencialmente antidemocrático; o ritmo das mudanças provocadas pelos investimentos sustentáveis é muito lento frente à urgência da questão climática; e, finalmente, incorre-se em uma mitigação significativa da importância das regras jurídicas para a conformação do mercado.

Nesse cenário, a *The Economist* argumenta que três problemas fundamentais incidem sobre o ESG: (i) a reunião de uma gama confusa de objetivos, não fornecendo, portanto, um guia coerente para investidores e sociedades empresárias, o que, em última análise, resulta em desilusão; (ii) o fato de não haver a divulgação de um panorama honesto sobre incentivos, tornando o nexo causal entre a virtude e o bom desempenho financeiro suspeito; e (iii) a existência de um problema de medição, uma vez que os diversos sistemas de pontuação ESG possuem inconsistências e, consequentemente, são facilmente manipuláveis.[344]

A tomada de consciência sobre esses problemas, aliada às turbulências recentemente enfrentadas pelos mercados financeiros,[345] tem significado, segundo a publicação inglesa, uma redução do fluxo de capital direcionado aos fundos sustentáveis,[346] justificando, assim, que toda essa conjuntura ESG, até pouco tempo intocável, seja repensada.

---

[344] THE ECONOMIST. Special Report ESG Investing. **The Economist**. Londres, v. 444, n. 9603, 23 jul. 2022. p. 9.

[345] Nesse sentido, podem ser citados como exemplos os impactos causados na economia global tanto pela Pandemia da Covid-19 quanto pela guerra entre Rússia e Ucrânia (iniciada em 2022), esta última particularmente relevante para o tema em análise, posto que a Europa tem liderado há muitos anos as discussões sobre redução das emissões de carbono e transição para economias verdes e, neste momento, a guerra na Ucrânia e as sanções contra a Rússia estejam "reformulando o comércio global de carvão, com as principais economias adquirindo remessas de fornecedores distantes por meio de rotas marítimas e ferroviárias mais longas, tornando a pegada de carbono do combustível ainda maior" (UNGARETTI, Marcela; BENEDUCCI, Giovanna. Guerra Rússia e Ucrânia leva à reformulação do comércio global de carvão. Café com ESG. **Expert XP**. 01 ago. 2022. Disponível em: https://conteudos.xpi.com.br/esg/guerra-russia-e-ucrania-leva-a-reformulacao-do-comercio-global-de-carvao-cafe-com-esg-01-08/. Acesso em: 20 ago. 2022).

[346] Por exemplo, matéria publicada no Valor Econômico aponta queda na emissão de títulos de dívida ESG na América Latina no segundo trimestre de 2022: "A emissão de títulos de dívida rotulados como ESG (sigla em inglês para critérios ambientais, sociais e de governança) caiu 82% na América Latina no segundo trimestre, em comparação com o mesmo intervalo de 2021, devido à piora das condições dos mercados globais. Os títulos emitidos no período somaram US$ 1,5 bilhão, o que também representa uma queda de 72% ante o primeiro trimestre deste ano. Considerando todo o primeiro semestre, os títulos rotulados alcançaram US$ 6,6 bilhões nos países da região — metade do que emitido na primeira metade de 2021. Os dados são do Bank of America (BofA) e aparecem em relatório enviado a clientes hoje. Os analistas destacam que apenas três emissores acessaram o mercado de títulos rotulados no segundo trimestre, enquanto que no mesmo período de 2021 foram sete companhias" (AZEVEDO, Rita. Emissão de títulos de dívida ESG cai 82% na América Latina no 2º trimestre. **Valor Econômico**. São Paulo, 29 jul. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/29/emisso-de-ttulos-de-dvida-esg-cai-82-pontos-percentuais-na-amrica-latina-no-2-tri.ghtml. Acesso em: 20 ago. 2022).

Há quem proponha, como primeiro passo, o desmembramento do acrônimo, solução também indicada pelo relatório "*Reframing ESG*",[347] conduzido pela gestora de recursos inglesa *SquareWell Partners*. A medida guarda relação com a questão da amplitude conceitual da sigla ESG, tratada em detalhes na seção anterior. A junção dos eixos "E", "S" e "G" em um único acrônimo foi, como visto, uma opção deliberada em 2004. Não obstante, cada eixo passou a abranger diversos desdobramentos individualmente, de modo que hoje se considera a existência de uma pluralidade de dimensões a serem efetivadas e/ou abarcadas pelas estratégias de investimento e gestão como uma dificuldade de conferir concretude às práticas.

A ideia é a de que orientar a ação para uma finalidade específica pode aumentar a probabilidade de se atingir o objetivo inicialmente almejado. Assim, a diferença entre as propostas reside na escolha do eixo a ser destacado: enquanto a *The Economist* indica a necessidade de se destacar o fator "E", o documento elaborado pela *SquareWell* aponta para uma separação e maior atenção ao fator "G".

A defesa para a individualização do fator "E" tem como fundamento a urgência da questão ambiental, sobretudo no que tange ao aspecto das mudanças climáticas. Argumenta-se que a separação do eixo ambiental é medida necessária, porém ainda não suficiente. Isso porque o meio ambiente também se mostra um termo abrangente, que inclui várias dimensões relevantes, como a biodiversidade, o problema da escassez de água e a questão do aquecimento global.

Nesse sentido, tem se formado um consenso global de que o principal desafio no que concerne ao meio ambiente é o de controle das emissões de carbono, especialmente em relação à chamada "pegada de carbono" gerada pela atividade industrial.

Daí a proposta veiculada pela The Economist: além de separar o fator "E" do ESG, é necessário diminuir a amplitude do que o eixo destacado deve significar. Assim, sugere-se que "E" seja restrito a "emissões", o que facilitaria a padronização do mapeamento das pegadas de carbono, conferindo mais efetividade à análise sobre quais agentes econômicos de fato contribuem para o aumento do problema e quais estão engendrando soluções para a redução do mesmo.

Em última análise, a existência de métricas mais padronizadas conferiria mais segurança para os gestores de fundos e investidores rastrearem as pegadas de carbono e

---

[347] SQUAREWELL PARTNERS. **Reframing ESG**. 2022. Disponível em: https://squarewell-partners.com/home/. Acesso em: 19 ago. 2022.

escolherem para onde direcionar a alocação de recursos em suas carteiras, ao mesmo tempo em que facilitaria a atividade fiscalizatória por parte dos entes reguladores.[348]

Em contrapartida, a abordagem feita pela *SquareWell* visa conferir maior destaque ao eixo "G", devolvendo a importância ao tema da governança corporativa. Embora reconheça que que a mudança climática é um dos problemas sistêmicos que demandam solução mais urgente, a análise discorda do argumento de que a governança represente uma questão concorrente ao tema da mudança climática no âmbito da gestão empresarial e do mercado de investimentos.

Com efeito, a cunhagem do termo "ESG" teria levado os agentes econômicos a tratar as questões "ambientais", "sociais" e de "governança" de maneira igualitária. Não obstante, com o tempo, observou-se uma tendência em conferir maior atenção aos eixos "E" e "S" em detrimento ao tema da governança.

Assim, à medida que o mercado amadurece sua capacidade de avaliação dos agentes econômicos a partir da análise da integração dos fatores "E" e "S" às estratégias corporativas, a separação do eixo "G" torna-se mais fácil de ser vislumbrada. Isso se dá pela consideração de que o fator "governança" deve ser compreendido como um meio de enfrentar riscos e oportunidades ambientais e sociais, não como um elemento isolado desse esforço.

Nessa linha, argumenta-se que uma estrutura de governança corporativa robusta permite que a gestão empresarial compreenda e atue nos termos da sua estratégia de sustentabilidade, respondendo positivamente aos riscos: a crescente disposição dos acionistas de serem "mais ativistas" pode definir 2022 como decisivo para o eixo da "Governança" dissociar-se das questões ambientais e sociais e posicionar-se como o vetor para as companhias conduzirem sua história de sustentabilidade.[349]

Ainda no que diz respeito às críticas ao fenômeno ESG, cabe provocar reflexão se, do ponto de vista concorrencial, a imposição de práticas ESG por meio de autorregulação não

---

[348] Nesse sentido: "*Better information alone will help in the struggle against global warming. By revealing more accurately which firms pollute, it will help the public understand what really makes a difference to the climate. A growing number of altruistic consumers and investors may choose to favour clean firms even if it costs them financially. And even if they can get away with polluting today, many firms and investors expect that tighter regulation of carbon emissions will eventually come and want to measure their risks and adapt their business models*" (THE ECONOMIST. Special Report ESG Investing. **The Economist**. Londres, v. 444, n. 9603, 23 jul. 2022. p.10).

[349] A esse respeito, o relatório produzido pela Squarewell Partners consignou que: "This involves a board that considers its stakeholders' interests, translates the communicated concerns into business strategy, and oversees the management teams on which they rely on. Without a strong board, activism will continue to push the market to see governance as the means to determine the best possible strategy, and it is increasingly clear that this best strategy is one which appropriately considers environmental and social issues as significant opportunities to capture as well as risks to manage. With that in mind, we expect to see more active managers further embrace an "activist" role at companies to initiate change" (SQUAREWELL PARTNERS, op. cit., p. 3).

poderia consistir em prática anticompetitiva. Explica-se: quando fomentadas por gestoras de recursos que possuem, em sua carteira de investimento, participações relevantes em diversas companhias (ou seja, agentes que podem promover alterações nos mercados em que atuam a partir de suas decisões), a imposição de medidas ESG para os agentes econômicos aderentes a estrutura de autorregulação poderia eventualmente ser utilizada para se evitar a entrada de novos agentes em determinados mercados.

Considerando cenário de economia acentuadamente concentrada, cabe refletir se determinas medidas ditas ESG não poderiam estar sendo utilizadas para propósitos anticoncorrenciais.

É importante observar que as críticas são direcionadas ao termo ESG e às suas representações, no sentido de que seria algo vazio e sustentado por inconsistências – e não necessariamente à ideia de se promover investimentos sustentáveis. Inclusive, uma das críticas mais contundentes ao fenômeno ESG é a de que se delegaria aos agentes econômicos a função que deve ser desempenhada pela regulação, sobretudo quando o olhar é voltado às questões ambientais e seus impactos para o futuro da sociedade como um todo.

Analisados os aspectos teóricos do ESG, a próxima seção se dedicará ao estudo dos seus aspectos práticos, assim como do panorama legal e regulatório que se relaciona com a matéria.

3 O FENÔMENO "ESG" – ASPECTOS PRÁTICOS

A seção anterior tratou dos aspectos teóricos do ESG. Consequentemente, torna-se necessário analisar os aspectos práticos desse fenômeno, sobretudo em função do espraiamento da preocupação com o tema, que antes estavam restritas a nicho formado por pequeno grupo de investidores tidos como ética ou socialmente responsáveis[350] e hoje têm pautado o debate público.

Busca-se, portanto, entender qual é a relevância da pauta ESG para as companhias abertas brasileiras na prática. Nessa linha, o objetivo desta seção será analisar o fenômeno ESG tanto sob o prisma da indústria de gestão de recursos (uma vez que nela concentram-se os grandes financiadores das companhias), quanto do ponto do ponto de vista das companhias propriamente ditas.

Em síntese, parcela substancial dos financiadores e dos consumidores[351] passou a pressionar os agentes econômicos a exercerem suas atividades econômicas de modo sustentável e socialmente responsável, prestando adequadamente as contas de sua atuação, ponto em que a governança corporativa desempenha especial e relevante papel.

Contudo, esse movimento não é unânime. Há que se registrar a existência de movimento contrário a esse fenômeno, principalmente nos Estados Unidos, protagonizado por investidores institucionais que têm pressionado gestores de recursos a não realizar a integração de critérios ESG às análises de investimento.

O argumento central desse grupo contrário à adoção de critérios ESG para seleção de ativos pelos gestores que administram seus patrimônios é o de que ESG seria uma agenda ideológica e a função dos gestores seria buscar os melhores retornos financeiros para os investimentos realizados. Caso contrário, estariam violando seus mandatos de investimento, deveres fiduciários e, até mesmo, disposições legais. Esse tema será devidamente explorado nesta seção.

Assim, a Seção 3.1 abordará a crescente importância conferida pelos agentes dos mercados financeiro e de capitais aos fatores ESG no processo de alocação de recursos, o qual consubstancia duas premissas: redução de riscos e aumento de retorno dos investimentos realizados em consonância com atributos ambientais, sociais e de governança corporativa, temas que também serão analisados com mais detalhes na Seção 4.

---

[350] SIMONEK, Clarisse. Introduction to ESG investment. In: CFA SOCIETY OF THE UK. **Certificate in ESG investing curriculum**. 2. ed. London: CFA, 2020. p. 3.
[351] Cf. nota de rodapé 222.

Conforme já mencionado, a ideia de capitalismo sustentável atualmente em voga indica a importância de os agentes econômicos conduzirem suas atividades nos termos do paradigma da sustentabilidade. Portanto, de acordo com tal paradigma, a atividade econômica deveria estar alinhada aos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável e suas metas (previstos pela Agenda 2030). Nesse cenário, os fatores ESG encontram ambiente de aplicação adequado.

No que tange ao elemento da governança, são observados, por exemplo, valores como ética e transparência, estruturação de comitês de auditoria e sustentabilidade, diversidade na composição do conselho de administração, assim como a independência do conselho.

Quanto ao elemento social, ações e projetos voltados à redução da fome, diminuição da pobreza, redução das desigualdades, acesso serviços de saúde e saneamento, dentre outros, que, inclusive, podem ser financiados por títulos sociais (ou *social bonds*), títulos de dívida cuja emissão pode ser gerada para o financiamento de projetos ou ativos com impactos positivos para a sociedade.

A respeito dos aspectos ambientais, o mesmo pode ser verificado com relação aos "títulos verdes" (ou *green bonds*), títulos de dívida emitidos para alocar recursos em companhias que assumem compromissos relacionados ao eixo ambiental, como energia renovável, biocombustíveis e mercado de crédito de carbono, dentre outros.[352]

Nesse contexto, no que concerne à indústria de gestão de recursos, o investimento ESG é uma abordagem para gerenciar ativos em que os investidores reconhecem explicitamente a relevância de fatores ambientais, sociais e de governança em suas decisões de investimento, bem como seu próprio papel como proprietários e credores, sem perder de vista o objetivo de obtenção de retorno positivo em suas carteiras de investimento. Em última análise, o investimento ESG visa precificar corretamente os riscos e oportunidades sociais, ambientais e econômicos.[353]

Por conseguinte, será importante destacar algumas modalidades de seleção de ativos para investimentos responsáveis que contemplam os fatores ESG e que têm sido utilizados na prática pelos gestores de recursos. Dentre eles, destacam-se: a aplicação de filtros (positivos e negativos) e sua afinidade com o investimento temático e o investimento ético ou baseado na

---

[352] LIMA, Rafael. **Inovação no setor químico brasileiro – desafios técnicos, captação de recursos financeiros e ESG**. 31 mar. 2021. Disponível em: https://brasil.abgi-group.com/radar-inovacao/noticias/inovacao-no-setor-quimico-brasileiro-desafios-tecnicos-captacao-de-recursos-financeiros-e-esg/. Acesso em: 09 set. 2022.

[353] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 4.

fé; o investimento socialmente responsável; o investimento "*best in class"*; o investimento sustentável; o investimento verde; o investimento social; e o investimento de impacto.[354]

Na sequência, será analisada a abordagem da pauta ESG pela indústria de fundos de investimento no Brasil. Conforme será demonstrado, a ANBIMA tem desempenhado função relevante no que tange à orientação dos gestores de recursos em relação a boas práticas para investimentos baseados em critérios ambientais, sociais e de governança e, sobretudo, no que diz respeito à padronização de classificação da denominação de fundos de investimento com características ESG.

Compreendido o papel do fenômeno ESG na indústria de gestão de recursos, a Seção 3.2 se debruçará sobre os aspectos práticos da abordagem ESG pelas companhias, tratando das iniciativas cujo desenvolvimento indica a preocupação em integrar questões ambientais, sociais e de governança corporativa à dinâmica da empresa, seja como forma de otimizar a captação de recursos financeiros junto ao mercado, seja como resposta direta aos anseios da sociedade contemporânea pela pauta da sustentabilidade.

Nesse sentido, dentro do fator ambiental, questões como uso de recursos naturais, emissão de carbono, eficiência energética, poluição e tecnologia limpa, dentre outras, são levadas em consideração. Já no que diz respeito ao fator social, é possível citar, por exemplo, políticas e relações de trabalho, políticas de inclusão e diversidade, direitos humanos, privacidade e segurança no tratamento de dados pessoais, dentre outras. Quanto ao fator governança, são exemplos de questões relevantes a independência e a diversidade na composição do conselho de administração de uma companhia, ética e transparência.[355]

Na esteira desse movimento de valorização dos atributos ESG, cresce o interesse das companhias em divulgar suas ações relacionadas ao tema, o que ocorre predominantemente no espectro da autorregulação, ante a ausência de exigências legais ou regulatórias para que essa divulgação obedeça a algum tipo de padronização.[356]

---

[354] O Guia ASG elaborado pela ANBIMA conceitua o investimento ASG (ou ESG) como "aquele que incorpora alguma questão, seja ambiental, social ou de governança, em sua análise de investimento e leva em consideração a sustentabilidade de longo prazo. É um significado amplo e cabe ao gestor definir o que é investimento ASG e estabelecer os critérios que se encaixem na sua organização e no seu processo de tomada de decisão", chamando atenção para o fato de que costumam ser identificadas outras denominações que remetem a esse tipo de investimento: "investimento responsável, investimento sustentável, investimento de impacto social, investimento ético, títulos verdes (conhecidos lá fora como *green bonds*), investimentos na área de infraestrutura, entre outros. São termos que se referem aos investimentos com algum fator ASG em sua análise ou no projeto de investimento (no caso dos títulos verdes) e, portanto, podem ser considerados investimentos ASG" (ANBIMA. **Guia ASG:** incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. 2020. p. 7. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022).

[355] ANBIMA, loc. cit.

[356] Os documentos elaborados por entidades de autorregulação, como a ANBIMA e a ABVCAP, apresentam várias estratégias de investimento cujas análises consideram fatores ESG, o que tem efeitos positivos, posto que

Nota-se, assim, que as companhias têm optado por utilizar relatórios para essa finalidade, encontrando apoio em documentos de orientação e guias de boas práticas elaborados por entidades relacionadas ao mercado financeiro e de capitais.[357]

Especificamente no que toca ao mercado de capitais brasileiro, chama-se atenção para a atuação da B3 no fomento às práticas ESG pelas companhias nela listadas. Tal movimento de estímulo perpassa algumas iniciativas, tais como a criação de índices de ações ESG, bem como a proposta de regra com o objetivo de promover o aumento da diversidade de gênero e da representatividade de grupos minorizados em cargos de alta liderança nas companhias listadas.

A Seção 3.3 tratará das questões relacionadas à pauta ESG incorporadas ao ordenamento jurídico brasileiro, abordando disposições previstas em lei; regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários; regras editadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil; e regras editadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Sobre esse particular, reitera-se o posicionamento do autor no sentido de que prática ESG propriamente dita consiste em medida de responsabilidade social corporativa, uma vez que, ao cumprir determinação legal ou regulamentar, a companhia não está fazendo nada mais que cumprir sua obrigação, em atenção ao dever de legalidade. No entanto, como já visto, o conceito de ESG admite múltiplas interpretações e, nesse sentido, cabe abordar as determinações legais que se relacionam com temas ESG.

A Seção 3.4 se ocupará do papel exercido pelos instrumentos de autorregulação relacionados a práticas ESG no Brasil, seja no âmbito indústria de fundos de investimento, seja no âmbito dos emissores de valores mobiliários.

---

ainda existe um vazio regulatório sobre o tema. Assim, "a indicação autorregulatória de balizadores sobre estratégias de investimento aos gestores de recursos apresenta-se como ponto de partida salutar, a fim de que os gestores possam se adequar à realidade de seus mandatos de investimentos" (CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe. A nova realidade da indústria de fundos de investimentos no Brasil do ponto de vista legal e a respectiva incorporação dos aspectos ASG. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (orgs.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, v. V – Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 557).

[357] Essa é uma realidade do cenário global, conforme se depreende da seguinte passagem: "As associações e entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais também vêm elaborando materiais que orientem e tragam consistência a práticas e procedimentos adotados por fundos e gestores com essa agenda. Nesse grupo, merece destaque o documento *Global ESG Disclosure Standards for Investment Products* publicado pelo CFA (*Certified Financial Analyst*) Institute, em novembro de 2021, trazendo padrões voluntários para a divulgação de informações sobre como as questões ASG são consideradas para fins dos objetivos, estratégias de investimento ou práticas de *stewardship* de um produto de investimento" (ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 24. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022).

Na seção 3.5, será relatado o resultado de empírico realizado no âmbito da pesquisa para elaboração desta tese, contemplando análise de diversos aspectos sobre a abordagem das práticas ESG por companhias abertas brasileiras listadas no Novo Mercado da B3.

3.1 Aspectos práticos do ESG sob o ponto de vista dos gestores de recursos

Nesta seção, pretende-se demonstrar que os gestores de recursos de terceiros têm conferido cada vez mais importância aos fatores ESG no processo de alocação de recursos,[358] acompanhando a tendência de crescimento da percepção de que as questões ambientais, sociais e de governança corporativa são capazes de afetar significativamente o valor dos investimentos.

Esse aspeto pode operar tanto a valorização quanto a desvalorização de ativos, gerando como reflexo a percepção de que o investimento responsável pode significar redução de risco e aumento de retornos e,[359] portanto, servir como fundamento à integração ESG nos processos de investimento. Nesse sentido, Clarisse Simonek anotou que:

> *Responsible investment is a strategy and practice to incorporate environmental, social and governance (ESG) factors into investment decisions and active ownership. It considers both how ESG might influence the risk-adjusted return of an*

[358] O *Bank for International Settlements* (BIS) tradicionalmente analisa as principais tendências do mercado financeiro e da política monetária em relatórios trimestrais. Na edição de setembro de 2021, Sirio Aramonte e Anna Zabai fizeram um alerta contra as possíveis avaliações exageradas em produtos de investimento com viés ambiental, social e de governança (ESG), especificamente chamando atenção para o risco da emergência de uma "bolha verde", traçando paralelos com lições históricas sobre o volume de investimento e da dinâmica dos preços em classes de ativos em rápido crescimento, as quais podem ser relevantes para títulos ESG, uma vez que ativos relacionados a mudanças econômicas e sociais fundamentais tendem a sofrer grandes correções após um aumento relevante de investimento inicial, a exemplo do que ocorreu com as ações de ferrovias em meados de 1800, as ações de *internet* durante a bolha "pontocom" e com os títulos lastreados em hipotecas (MBS) na Grande Crise Financeira (GCF) de 2008. Nesse sentido, "*Demand for investment products classified as delivering environmental, social and governance (ESG) benefits is booming. The growth of the overall ESG market rides mostly on investors' focus on environmental considerations, particularly in fixed income markets. Both the general public and policymakers have encouraged market participants to support the transition to a low-carbon economy. At the same time, given the very fast growth of the new asset class, there are questions about the possibility that a bubble might develop unless market transparency can be ensured* […] *If the market continues to grow at the current pace, and more elaborate instruments emerge (e.g. structured products), it will be important not only to assess the benefits of financing the transition to a low-carbon world, but also to identify and manage the financial risks that might arise from a shift in investors' portfolios. The widespread search for yield that has been under way in financial markets adds to the usefulness of such an exercise*. *Proceeding in this direction would involve the collection of adequate data on holders and exposures, with special attention to those that are leveraged and may reside in the less transparent segments of the financial system. In turn, all this puts a premium on adequate disclosure and reporting arrangements, including more reliable taxonomies*" (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **BIS Quarterly Review**. International banking and financial market developments. set. 2021. p. 4-5. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109.pdf. Acesso em: 9 set. 2022).

[359] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. op. cit., p. 328.

> *asset and the stability of an economy, as well as how investment in and engagement with assets and investees can impact society and the environment*.[360]

Assim, a consideração de fatores ESG está se tornando parte essencial da atividade de gestão de recursos, uma vez que os gestores estão desenvolvendo maneiras de incorporar critérios ESG (os quais estão inseridos em um contexto mais amplo de sustentabilidade, conforme trabalhado na Seção 2) na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão.

O surgimento de iniciativas de promoção de práticas de investimento responsável, como a edição dos Princípios para o Investimento Responsável (*PRI*, na sigla em inglês) pela ONU, desempenhou papel fundamental de incentivo às mudanças nessas práticas de investimento, em especial o emprego explícito da análise de fatores e indicadores ESG pelos investidores, com o objetivo de otimizar o retorno e melhor gerenciar os riscos inerentes à carteira de investimentos.[361]

Especificamente no que diz respeito à utilização de fatores ESG para gerenciamento de riscos relacionados a investimentos, apresenta-se a seguinte provocação: como os riscos relacionados a questões ambientais, sociais e de governança geralmente dizem respeito a incertezas em grau elevado, deve-se reconhecer a dificuldade de mensuração e precificação dos efeitos de tais riscos.

Por isso, é possível se cogitar que, embora sejam empregados critérios e métodos desenvolvidos para buscar calcular os efeitos econômicos desses riscos para uma companhia, esses cálculos sempre resultarão em mera estimativa e, como tal, poderão ficar bem distantes da realidade, no caso de efetiva materialização de contingência. Assim, questiona-se se, de fato, essa abordagem dos aspectos ESG pela indústria de gestão de recursos pode cumprir a finalidade para a qual se destina.

Nesse contexto, atribui-se especial relevância ao conceito de materialidade. Observa-se que, por materialidade, entende-se o processo de definição de critérios ESG relevantes para determinada entidade a partir da oitiva de seus *stakeholders*.[362]

---

[360] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 7.

[361] Nesse contexto, elementos como a crescente pressão social e do mercado consumidor em torno de questões ESG, além da percepção de que a incorporação da análise ESG tem relação direta com a obtenção de benefícios financeiros, têm associação com a maior popularização da integração desses fatores em tais processos (Ibidem, p. 3); destacando-se que dentre "as organizações com papel relevante na orientação de princípios de adesão voluntária deve ser incluído o PRI, que conta com uma rede relevante de investidores institucionais signatários" (ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 25. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022).

[362] De acordo com o glossário constante do guia "Boas práticas para uma agenda ESG nas organizações", elaborado pelo IBGC, materialidade significa "Metodologia utilizada para mapear os principais temas ou

Portanto, temas materiais, observados pelas lentes dos gestores, administradores e investidores, são justamente aqueles que podem influenciar a tomada de decisão em relação a um investimento. Sobre esse aspecto, foi consignado no Guia ASG elaborado pela ANBIMA que:

> [...] materialidade é um método que revela como todo o processo de inclusão de fatores ASG impactará os investimentos, os clientes, o meio ambiente e a sociedade. Nesse processo são definidos: os fatores ASG que importam; como vão ajudar na identificação de oportunidades; tendências e riscos dos investimentos; quais as informações que serão utilizadas para a realização da análise e divulgação dos resultados; e como será o ciclo de investimento, desde o processo de análise até a realização, bem como a sua manutenção.[363]

A *International Organization of Securities Commissions – IOSCO* destacou, em relatório divulgado em junho de 2021, que o setor financeiro tem função crucial a desempenhar na transição para um futuro mais sustentável. Indica-se que, em âmbito internacional, as sociedades empresárias voltadas à prestação de serviços financeiros e no âmbito dos mercados de capitais estão aprofundando suas considerações acerca de impactos, oportunidades e riscos associados à sustentabilidade, com vistas a gerar benefícios para investidores e ajudar a mobilizar capital para apoiar essa transição.[364]

Para contribuir com esses objetivos, a IOSCO estabeleceu força tarefa sobre finanças sustentáveis (*Sustainable Finance Taskforce – SFT*), para mapear as necessidades dos investidores e o atual *status* da divulgação de informações sobre práticas de sustentabilidade pelas companhias. A *SFT* concluiu que a demanda dos investidores por informações relacionadas a sustentabilidade não está sendo adequadamente atendida, alertando a urgência de se aprimorar aspectos como completude, consistência, comparabilidade, confiabilidade e auditabilidade dos relatórios relacionados a aspectos ESG.[365]

---

questões-chave relevantes para uma organização a partir da escuta de suas partes interessadas e de um processo de avaliação e priorização por parte da organização. No contexto da agenda ESG, o conceito considera a integração e a consideração de temas materiais no âmbito do processo decisório, no direcionamento e no planejamento estratégico de uma organização" (IBGC. **Boas práticas para uma agenda ESG nas organizações**. IBGC: São Paulo, 2022, p. 89).

[363] ANBIMA. **Guia ASG:** incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. 2020. p. 7. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.

[364] IOSCO. **Report on sustainability-related issuer disclosures**. Final Report. jun. 2021. p.1. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf. Acesso em: 29 set. 2022.

[365] Ibidem, p. 2. No mesmo sentido, tem-se a conclusão do *Carbon Disclosure Project* – CDP, em relatório sobre as ferramentas práticas para o mercado de capitais brasileiros no que concerne às questões climáticas: "A urgência da inclusão do ASG nos modelos de negócio pode levar à divulgação de metas relacionadas à redução de emissões GEE sem o cumprimento ou monitoramento destas. Por isso, atores do mercado de capitais têm dificuldades de comparabilidade e confiabilidade nestas" (CDP. **O mercado de capitais brasileiro e as mudanças climáticas**: ferramentas práticas. fev. 2022. p. 12. Disponível em: https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/006/146/original/CDP-minirelatorio-mercadoscapitais-mudancasclimaticas.pdf?1647279512. Acesso em: 20 set. 2022).

Não obstante ainda existir um caminho de aprimoramento a ser percorrido, o sucesso dos investimentos ESG no mercado global revela tendência de que as estratégias ESG sejam cada vez mais relevantes para o processo de alocação de recursos.

É nesse sentido, por exemplo, que se destaca a posição de Larry Fink, principal executivo da *BlackRock* (atualmente a maior gestora de ativos do mundo), sobre o risco climático e as questões ambientais como elementos de reavaliação dos pressupostos básicos empregados na análise de investimentos. Nas palavras de Fink:

> Estas questões estão conduzindo uma reavaliação profunda do risco e do valor dos ativos. E como os mercados de capitais projetam riscos futuros, veremos mudanças na alocação de capital acontecerem mais rapidamente do que as mudanças no clima. **Num futuro próximo – e mais cedo do que muitos prevêem – haverá uma realocação significativa de capital**. Como fiduciários, nossa responsabilidade é de auxiliar os clientes a navegarem nesta transição. Nossa convicção de investimento é que os portfólios integrados com a sustentabilidade e clima podem proporcionar melhores retornos ajustados ao risco para os investidores. E, dado o crescente impacto da sustentabilidade no retorno dos investimentos, acreditamos que a base mais forte para os portfólios dos nossos clientes no futuro é o investimento sustentável. [...] a *BlackRock* anunciou uma série de iniciativas para posicionar a sustentabilidade no coração da nossa estratégia de investimento. Estas incluem: fazer da sustentabilidade uma parte integrante da construção do portfólio e da gestão de risco; desinvestir daqueles com alto risco de sustentabilidade, como os produtores de carvão para termoelétricas; lançar novos produtos de investimento que filtrem os combustíveis fósseis; e fortalecer nosso compromisso com a sustentabilidade e a transparência em nossas atividades de gestão de investimentos.[366] (grifos constantes do original)

Em que pese esse direcionamento da *BlackRock* evidenciar a importância que o tema da sustentabilidade (e, em especial da integração dos critérios ESG às técnicas de investimento no processo de alocação de recursos) têm adquirido nos últimos anos, é importante destacar que esse posicionamento não representa unanimidade.

Inclusive, existe forte movimento em sentido contrário, pautado na premissa de que a alocação de capital não pode privilegiar ativos que adotem critérios ESG em detrimento da obtenção de rentabilidade para os investidores.

Esse quadro é ilustrado pela já célebre carta de 4 de agosto de 2022 assinada por Procuradores-Gerais de 19 estados dos Estados Unidos da América[367] e endereçada à *BlackRock*. Em contexto em que a *BlackRock* é gestora de ativos que recebeu investimento das entidades de previdência dos estados em questão, por meio da carta, acusa-se a gestora de

---

[366] FINK, Laurence D. **Uma mudança estrutural nas finanças**. Disponível em: https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 29 set. 2022.

[367] Os 19 estados signatários da carta, todos governados pelo Partido Republicano, são: Arizona, Alabama, Geórgia, Indiana, Kentucky, Mississippi, Montana, Oklahoma, Texas, West Virginia, Nebraska, Idaho, Arkansas, Kansas, Louisiana, Missouri, Ohio, South Carolina, Utah.

sacrifício dos interesses de seus clientes em nome da promoção da agenda climática, que seria produto de ativismo ideológico. Veja-se:

> *Rather than being a spectator betting on the game, BlackRock appears to have put on a quarterback Jersey and actively taken the field. As a firm, BlackRock has committed to implementing an ESG engagement and voting strategy across all assets under management, and held over 2,300 company engagements on climate, the most of any category of engagement. BlackRock took voting action against 53 companies on climate issues, with 191 companies put on watch. A governance engagement strategy primarily focused on BlackRock's climate agenda necessarily overlays ESG factors on the core index portfolios that comprise a substantial part of many state pension funds. BlackRock's engagement strategy, in which a net zero climate agenda is a significant or main consideration, would covertly convert states' core index portfolios to ESG-Focused funds should the SEC's recently proposed definition of an ESG fund be adopted.*[368]

Além das críticas apontando a ausência de neutralidade e postura ativista da gestora de recursos, os subscritores da carta associam a conduta da *BlackRock* a potenciais violações dos deveres fiduciários, em especial os deveres de lealdade[369] e de cuidado,[370] bem como a violações de normas antitruste, porquanto suas ações parecem restringir e prejudicar intencionalmente a competitividade dos mercados de energia. Ademais, a *BlackRock* é acusada de violar normas estaduais editadas para evitar os boicotes às companhias do setor de energia.[371]

---

[368] A íntegra da carta está disponível no sítio eletrônico do escritório da Procuradoria-Geral do Texas (BRNOVICH, Mark. *Et al.* **[Correspondência]**. Destinatário: BlackRock Inc. 4 ago. 2022. Disponível em: https://www.texasattorneygeneral.gov/sites/default/files/images/executive-management/BlackRock%20Letter.pdf. Acesso em: 30 set. 2022).

[369] Nesse sentido: "*BlackRock's commitment to the financial return of state pensions should be undivided. Many of our laws state that a fiduciary must "discharge [their] duties solely in the interest of the participants and beneficiaries . . . for the exclusive purposes of . . . providing benefits to participants and their beneficiaries; and ... defraying reasonable expenses of administering the system." The stated reasons for your actions around promoting net zero, the Paris Agreement, or taking action on climate change indicate rampant violations of this duty, otherwise known as acting with 'mixed motives*'" (BRNOVICH, Mark. *Et al.*, loc. cit.).

[370] Sobre a violação ao dever de cuidado, destaca-se o seguinte trecho da referida carta: "*BlackRock's belief that the world will require net zero by 2050 could be a pretext to force companies to adopt your preferred climate policies. This would not be the first time that a fiduciary claimed unsupported assumptions as the basis for its actions. For this reason, many of our states require a fiduciary to 'make a reasonable effort to verify facts relevant to the investment'*" (BRNOVICH, Mark. *Et al.*, loc. cit.).

[371] Um episódio recente que ilustra essa suposta violação legal envolve a *BlackRock* e o Estado do Texas: "As tensões entre o fundo e o estado do Texas, em particular, chegaram ao auge no mês passado, quando o procurador-geral local acusou a BlackRock de violar uma lei de 2021 que visa proteger o setor de energia da crescente popularidade dos investimentos voltados para o ESG. Caso um juiz texano considere a acusação procedente, a *BlackRock* poderia ser impedida de administrar os fundos de aposentadoria de funcionários do governo do Texas, que representam bilhões de dólares" (CAUTI, Carlo. BlackRock (BLAK34) é acusada de sacrificar interesses dos clientes em nome da agenda climática. **Exame**, 9 set. 2022. Disponível em: https://exame.com/invest/mercados/blackrock-interesses-clientes-agenda-climatica/. Acesso em: 30 set. 2022). Ainda sobre esse episódio, destaca-se que: "*the governor of Texas, Dan Patrick, was accusing BlackRock of being hostile to the state's oil and gas industry. Never mind that BlackRock has many billions invested in the fossil-fuel industry, including its huge stake in Irving, Texas-based Exxon. BlackRock is the oil giant's second-biggest shareholder, after Vanguard Group. Patrick called for BlackRock to be added to a blacklist that the state*

Em resposta à mencionada carta de 4 de agosto de 2022, a *BlackRock* reafirmou seu compromisso com a criação de valor a longo prazo para os investidores e salientou que desempenha suas atividades em observância à ampla tendência indicada por formuladores de políticas e pesquisas sobre questões climáticas. Ressaltou, ainda, "que os votos de seus acionistas e as decisões de investimento refletem que, geralmente, seus profissionais de investimento acreditam que as mudanças climáticas representam riscos e oportunidades reais para os investidores".[372]

Novo desdobramento sobre esse embate se deu no final de agosto de 2022, quando o governador da Flórida, Ron DeSantis, aprovou resolução orientando os gestores de recursos do Estado da Flórida a investirem de modo a priorizar a obtenção do maior retorno sobre o investimento para os contribuintes e aposentados da Flórida sem considerar "a agenda ideológica do movimento ESG".[373]

Iniciativas como essa buscam reforçar os deveres fiduciários e mandatos de investimento dos gestores de recursos, a partir da clara definição, pelo próprio investidor, dos fatores que devem ser considerados nas decisões de investimento, afirmando que as considerações ESG não serão incluídas nas práticas de gestão de investimentos realizados pelo Estado da Flórida.

Portanto, observa-se que, embora seja possível falar em tendência crescente pela consideração dos fatores ambientais, sociais e de governança no processo de alocação de recursos, inclusive como uma demanda do mercado, tem-se, por outro lado, cenário no qual relevantes investidores institucionais estão atuando para pressionar gestores a não realizar a integração ESG à análise de investimentos sem antes considerar, de maneira primordial, a rentabilidade do investimento.

Feitas tais considerações, passa-se, na seção seguinte, a empreender uma análise sobre as técnicas que a indústria de gestão de recursos tem empregado para alocar recursos segundo estratégias ESG.

---

is compiling of companies that supposedly boycott the energy industry. Under a 2021 law, Texas can restrict state business with companies that end up on that list" (BLOOMBERG NEWS. BlackRock navigates a divided America. **Bloomberg News**, 28 jan. 2022. Disponível em: https://esgclarity.com/blackrock-navigates-a-divided-america/. Acesso em: 30 set. 2022).

[372] CAUTI, Carlo, loc. cit.

[373] STATE OF FLORIDA. OFFICE OF GOVERNOR RON DESANTIS. **Governor Ron DeSantis Eliminates ESG Considerations from State Pension Investments**. 23 de agosto de 2022. Disponível em: https://www.flgov.com/2022/08/23/governor-ron-desantis-eliminates-esg-considerations-from-state-pension-investments/. Acesso em: 30 set. 2022.

É importante destacar, de plano, que o chamado "investimento ESG" é um recorte dentro de um conceito mais amplo, qual seja, o de investimento responsável.[374] A principal distinção entre eles reside no fato de que o investimento ESG considera a forma como os fatores ambientais, sociais e de governança podem impactar o retorno de longo prazo de ativos e títulos de dívida, enquanto o investimento responsável possui uma preocupação adicional com a criação de valor não financeiro, além de refletir os valores dos investidores e beneficiários em uma estratégia de investimento.[375]

De toda sorte, identificou-se a existência de uma série de métodos diversos relativos à incorporação de considerações ESG no objetivo de um produto financeiro ou em seu processo de análise de investimento, incluindo abordagens frequentemente referidas como: integração ESG, filtros de exclusão, filtro negativo, filtro positivo, *best in class*, temático, investimento de impacto e engajamento.

Nota-se certa dificuldade em se apontar conjunto padronizado de critérios que identifiquem precisamente o investimento responsável. Não obstante, é possível identificar as principais estratégias de investimento responsável que são empregadas na prática pela indústria de fundos de investimento, as quais serão objeto de análise nas próximas seções.

3.1.1 A relevância dos atributos ESG no processo de alocação de recursos

Como mencionado, atualmente a indústria de administração de recursos desempenha papel de destaque no fomento às práticas ESG ao canalizar recursos para investimentos com viés ESG. É importante observar que esse é um fenômeno de proporções globais, haja vista a dimensão internacional da indústria em questão, o que significa, na prática, que seus desafios também se revelam em uma perspectiva que ultrapassa fronteiras geográficas.

---

[374] Os investimentos responsáveis são caracterizados por ganhos ambientais, sociais e de governança corporativa, além dos ganhos financeiros. São investimentos orientados ao estímulo ao cumprimento de metas com temáticas que estejam estabelecidas como prioridades por órgãos internacionais, como a pauta da redução dos gases de efeito estufa (GEE). Consequentemente, são investimentos que promovem "maior confiança e envolvimento dos consumidores, por corresponderem à planos de ação para sanar algumas preocupações sobre o futuro da humanidade. Para tal, é importante que os investimentos sejam aportados com regras claras em projetos de impacto mensurável a partir de dados e métricas confiáveis e, preferencialmente, veiculados publicamente" (ABGI. **O que são os investimentos responsáveis?** 5 ago. 2021. Disponível em: http://brasil.abgi-group.com/radar-inovacao/artigos-estudos/o-que-sao-os-investimentos-responsaveis/. Acesso em: 7 set. 2022).

[375] Consequentemente, investimento responsável é um termo que abrange as várias maneiras pelas quais os investidores podem considerar questões ambientais, sociais e de governança na seleção de títulos de dívida e na construção de portfólios de investimento. Portanto, é possível que combine aspectos financeiros e não financeiros, complementando as técnicas de construção de portfólio e análise financeira tradicionalmente usadas (SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 6).

Segundo relatório da OCDE, investidores têm aumentado a alocação de recursos em veículos de investimento com apelo sustentável em países como Canadá, Estados Unidos e Japão. No que diz respeito aos países da Europa, Austrália e Nova Zelândia, o relatório aponta dificuldade em se tirar qualquer conclusão sobre as tendências entre os anos de 2016 e 2020, por força de mudanças na definição de "investimento sustentável" durante esse período. Todavia, aponta que a proporção de ativos de investimento sustentável relatados em relação ao total de ativos administrados foi alta (acima de 37%) naqueles países especificamente em 2020.[376]

O relatório indica tendência global de alocação de recursos em de fundos de investimento autoproclamados "ESG" ou "sustentáveis":

> *Focusing only on investment funds* [...], *it is possible to identify a trend of strong growth in assets under management for these ESG funds that reached USD 1.7 trillion in 2021* […]. *This was mainly the result of the highest net inflow amounts in 2020 and 2021 with USD 241 billion and USD 586 billion, respectively. While the value of assets under management of climate funds was very modest between 2016 and 2019, during 2020 and 2021 climate funds received comparatively larger amounts of inflows than in previous years with net inflows six and 19 times that of the previous three years' average (2017-19) inflow, respectively. In Brazil, asset under management of ESG funds saw a significant increase in 2021 when the total amount of funds reached to USD 2.4 billion [...]. Climate funds, however, represent a very small share of total ESG funds in Brazil.*[377]

É necessário adotar certa cautela na análise dos números apresentados, uma vez que parte do valor dos ativos de investimento sustentável pode ser atribuída a gestores que afirmam adotar estratégias sustentáveis ou conscientes em relação a critérios ESG, mas que, na prática, não as empregam de forma efetiva. Isso pode ser fruto da atuação de gestores que rotulam produtos financeiros de maneira enganosa, como nos casos de "*greenwashing*",[378] ou porque sua atuação não está alinhada com o que as melhores evidências científicas recomendariam.

---

[376] OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 38-39. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022.

[377] Ibidem, p. 39.

[378] O *greenwashing* pode ocorrer tanto "no nível dos investimentos/produtos ou, no caso dos Fundos ASG, dos seus administradores. Esse fenômeno se apresenta e diversas formas, mas, em síntese, está ligado à divulgação de informações inadequadas, imprecisas ou mesmo falsa (i) para fins de classificação de um investimento como ASG ou de um produto como vinculado à sustentabilidade ou (ii) a respeito do nível do compromisso ASG assumido por um administrador em relação à sua governança ou às estratégias e objetivos de investimento" (ARARIPE, Jéssica de Alencar; ZELMANOVITS, Nei. Recomendações internacionais da IOSCO e a autorregulação da ANBIMA para fundos de investimento sustentável. **Boletim Revista dos Tribunais Online**, v. 23, jan. 2022. p. 1).

Nesse contexto, também é comum a existência de confusão envolvendo termos e abordagens de investimentos responsáveis, tornando fundamental a definição de objetivos precisos para a classificação de fundos de investimento dessa natureza.

De acordo com o Guia ESG elaborado pela ABBC – Associação Brasileira de Bancos, cujo intuito é detalhar as práticas ESG recomendáveis para o setor bancário, existem diferentes tipos de investidores, cada qual com seu foco particular, podendo-se identificar as seguintes categorias: (a) investidor *mainstream*, cujo foco é limitado à consideração de aspectos ESG na decisão de investimentos; (b) investidor cujo foco está em mitigar os riscos ESG; (c) investidor com foco em aproveitamento de oportunidades ESG por meio da seleção de investimentos e gestão de portfólios; (d) investidor de impacto, focado na maximização de retornos sociais e financeiros; e (e) investidor filantrópico, cujo foco está nos temas que envolvem demandas sociais e ambientais as quais, podem requerer a escolha entre atingimento do objetivo ou lucratividade.[379]

Nessa escala, tem-se que: (i) do investidor *mainstream* ao investidor de impacto, há preocupação com a obtenção de retornos competitivos, o que não se verifica para o investidor filantrópico; (ii) do investidor voltado à mitigação de riscos ao filantrópico existe preocupação com a gestão de riscos ESG, o que não necessariamente se observa no investidor *mainstream*; (iii) do investidor voltado às oportunidades ESG ao filantrópico verifica-se preocupação com a identificação de oportunidades ESG; e (iv) o investidor de impacto e o filantrópico dão importância para as soluções de alto impacto.[380]

Na prática, a abordagem ESG é uma estratégia utilizada para direcionar decisões de gestores de recursos e investidores a respeito da seleção de ativos para composição de carteira de investimento.[381]

A definição da estratégia de integração dos fatores ESG à tomada de decisão do investimento guardará intrínseca relação com o mandato de investimento de cada gestor, posto que os fundos de investimento ESG podem adotar diversas estratégias para operacionalizar essa integração, conforme será detalhado a seguir.

3.1.1.1 Aplicação de filtro (positivo ou negativo)

[379] ABBC. **Guia ESG ABBC** [livro eletrônico]: melhores práticas para o setor bancário. São Paulo: ABBC, 2022. p. 38.
[380] ABBC, loc. cit.
[381] ANBIMA. **ESG**: investir em sustentabilidade deixou de ser "só mais uma ideia". 31 mai. 2022. Disponível em: https://comoinvestir.anbima.com.br/noticia/esg-investir-em-sustentabilidade-deixou-de-ser-so-mais-uma-ideia/. Acesso em: 28 set. 2022.

A estratégia baseada em aplicação de filtros, seja o *screening* negativo (vetos) ou positivo (utilizada nos fundos temáticos), ocorre a partir da seleção de ativos para investimento com base "em controvérsias ou contribuições positivas para a agenda ESG".[382]

Conforme tratado na Seção 2 deste trabalho, a agenda global em torno da sustentabilidade tem raízes em marcos bastante relevantes desde a década de 1970, principalmente a partir da publicação do Relatório "*The Limits to Growth*" pelo Clube de Roma e a subsequente realização da Conferência sobre o Meio Ambiente Humano da ONU, sediada em Estocolmo no ano de 1972.

Concomitantemente, no âmbito do mercado de capitais surge movimento que se convencionou chamar de primeira geração de fundos de investimento socialmente responsável, cujo exemplo mais conhecido é o *Pax World Fund*. O que se observou, na prática, foi uma abordagem de exclusão, dos portfólios de alguns fundos de investimento, de ativos que mantivessem relação com o regime de *apartheid* na África do Sul ou com a cadeia de fornecimento de armas para a Guerra do Vietnã.[383]

Tais fundos aplicavam a estratégia de seleção negativa (*negative screening*) ou aplicação de filtro negativo, a qual, basicamente, consiste na exclusão de setores (ou agentes) de atividade econômica do portfólio de investimentos a partir de determinados parâmetros (por exemplo, armas, fumo, pornografia, bebidas e setores de alto impacto ambiental, como petróleo, mineração e montadoras).

Com a evolução em torno dos conceitos de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável, sobretudo a partir da publicação do Relatório "Nosso Futuro Comum" (em 1987), surge uma segunda geração de fundos de investimento socialmente responsável, a exemplo do Fundo Júpiter, do Reino Unido. Diversamente da abordagem anterior, considerada não inclusiva, "a segunda geração de fundos pregava o investimento usando filtros positivos (*positive screening*), buscando oportunidades na excelência de setores promissores, tais como energia eólica, solar, reciclagem, biotecnologia e tecnologia da informação".[384]

Em suma, a estratégia de aplicação de filtro negativo,[385] a qual impede investimentos em ativos que não estejam alinhados com valores éticos ou que não preencham critérios pré-

---

[382] ABBC. **Guia ESG ABBC** [livro eletrônico]: melhores práticas para o setor bancário. São Paulo: ABBC, 2022. p. 38.
[383] MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes. **ISE**: sustentabilidade no mercado de capitais 1. ed. São Paulo: Report, 2010. p. 8.
[384] Ibidem, p. 9.
[385] Analisando os critérios ESG, sobretudo no que tange ao fator ambiental, e sua aplicação no Brasil por meio de estratégias de filtro negativo, Ana Luci Grizzi chama atenção para o risco de inefetividade, inexatidão e ausência de transparência, sustentando a necessidade de elaboração de estratégias de investimento segundo uma lógica de "filtro de transição": "Se por um lado, é preciso atentar para a conformidade ambiental, por outro, é

estabelecidos, permanece sendo uma das mais utilizadas pelos gestores de recursos no mundo.[386_387]

A estratégia de filtro positivo, que segue a mesma lógica, não opera segundo o critério de exclusão, mas de delimitação do universo de ativos que poderão compor a carteira de investimento, segundo critérios pré-estabelecidos.

3.1.1.1.1 Investimento temático

Pertencente à categoria "filtro positivo", no contexto dos investimentos ESG a ideia por trás do "investimento temático" é selecionar ativos que se enquadrem em um dos eixos temáticos pertencentes ao gênero sustentabilidade, como, por exemplo, a tecnologia limpa e a agricultura sustentável.

---

preciso pensar como os investidores constroem seus 'filtros negativos' — critérios de exclusão de setores ou empresas do universo passível de investimento por problemas ESG. Trata-se, evidentemente, de uma abordagem válida, especialmente se os setores não estão de acordo com o propósito do investidor em questão, como ocorre frequentemente com a indústria de tabaco e de fabricação de armas. Entretanto, com base na minha experiência de 20 anos em consultoria legal ambiental no Brasil, posso dizer: se os filtros negativos estiverem sendo construídos visando excluir negócios que representam, na percepção comum, maior risco ao meio ambiente ou operem em desconformidade com as normais ambientais haverá um número muito reduzido de negócios aptos a se qualificarem no critério E do ESG. Temos hoje no Brasil um sistema ambiental de comando e controle com eficácia muito restrita e esse status é alimentado por um sistema que impõe resultados financeiros a curto prazo, sem que haja equilíbrio entre risco, retorno e impacto e que atrela a remuneração e bonificação de executivos quase que que exclusivamente a garantir retorno ao acionista. Nesse contexto, a avaliação de riscos regulatórios ambientais nas esferas administrativa, civil e penal não tem caráter pedagógico ou força pecuniária, sendo preterida pelo apetite de risco para garantir rentabilidade no curto prazo. Se visamos retomada econômica pautada no capitalismo consciente ou de partes interessadas, seria mais adequado substituirmos os filtros negativos por 'filtros de transição', dando esse incentivo financeiro à mudança da qual hoje a economia carece" (GRIZZI, Ana Luci. O E do ESG: validação, harmonização e filtros negativos. **Reset**, 10 set. 2020. Disponível em: https://www.capitalreset.com/o-e-do-esg-validacao-harmonizacao-e-filtros-negativos/. Acesso em: 28 set. 2022).

[386] Em 2020, ativos de investimento sustentável cuja estratégia é baseada em aplicação de filtro negativo representaram patrimônio de 15,03 trilhões de dólares (OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 40. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022).

[387] Interessante exemplo prático de utilização do modelo de filtro negativo é o da Pragma Gestão de Patrimônio: "A abordagem baseada em exclusões é uma opção válida para alinhar o portfólio com preferências pessoais, mas percebemos que, no nosso caso, o filtro negativo não seria a forma mais proveitosa para o uso dos conceitos de sustentabilidade e ASG no processo de investimento. Na Pragma, acreditamos que essas questões, quando tratadas com profundidade, e não apenas com regras rígidas de exclusão, ajudam na identificação das melhores opções de investimento com foco na preservação de capital no longo prazo. Dada a complexidade do tema, nossa abordagem é mais rica quando baseada na análise caso a caso [...] para alguns poucos setores, sentimos a necessidade de adotar uma postura mais rígida, pois percebemos que seria muito difícil conviver com investimentos em determinados setores totalmente em desacordo com alguns valores que são inegociáveis para nós. Sendo assim, criamos uma lista de exclusões bastante curta e objetiva, que assume a função de um filtro negativo para nossos investimentos diretos. Na prática, outros fatores do nosso processo tradicional já acabariam eliminando do universo de investimento as empresas barradas por essa lista de exclusões. De qualquer maneira, a lista é um anexo a nossa política de investimentos" (ANBIMA. **Guia ASG:** incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022. p. 31).

Os ativos selecionados não estão restritos a determinado setor. Ao contrário, são elegíveis para integrar a carteira de investimento ativos dos mais diversos setores da economia, desde que possuam relevância para o tema ao qual o mandato de investimento está vinculado.

Tome-se como exemplo fundo de investimento cujo tema é "cidade inteligente": é possível que seus investimentos sejam direcionados a companhias que desenvolvem serviços ou produtos relacionados a veículos elétricos, transporte, tecnologia de rede inteligente, energia renovável e edifícios verdes.[388]

Conforme explica Julya Wellisch, nem todos os fundos temáticos poderão ser qualificados como socialmente responsáveis: "a qualificação de investimento temático socialmente responsável não depende apenas do tema do fundo, mas em especial das características ESG das empresas investidas".[389]

Tem-se, portanto, que o investimento temático pode ser enquadrado como refinamento da estratégia de filtro positivo, porquanto estabelece temas específicos para a seleção dos ativos que integrarão o portfólio de investimentos.

3.1.1.1.2 Investimento ético ou baseado na fé

O investimento ético (também referido como "orientado por valores") ou baseado na fé faz referência à estratégia de investimento alinhada a certos princípios, geralmente usando o método de filtragem negativa para evitar a alocação de recursos em companhias cujos produtos ou serviços sejam considerados moralmente censuráveis pelo investidor ou grupo ao qual pertence (tal como os membros de determinada religião) ou assim classificados no âmbito de declarações internacionais, convenções e acordos voluntários.

Segundo Clarisse Simonek, os investidores religiosos (sejam individualmente considerados ou representados por grandes organizações religiosas) têm histórico de ativismo para alinhar a conduta das companhias para as quais direcionam investimentos com as suas convicções ou expectativas, além de adotarem estratégias de construção de portfólio com um foco na triagem de ativos, a fim de evitar que sejam aplicados recursos nas chamadas "ações pecaminosas" ou em outros ativos em desacordo com suas crenças.[390]

---

[388] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 8.
[389] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 344-345.
[390] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 10.

Nesse contexto, investidores que desejam considerar os valores da religião católica em seus investimentos evitam, por exemplo, alocar recursos em companhias que de alguma maneira tenham negócios envolvidos com facilitação de abortos, produção de contraceptivos e pesquisas envolvendo células-tronco; enquanto investidores alinhados com os valores da religião islâmica não direcionam recursos para companhias que lucrem com apostas, álcool, pornografia, bem como modelos de negócio associados à criação de porcos, dentre outros.

3.1.1.2 Investimento socialmente responsável

As abordagens que aplicam critérios sociais e ambientais como parâmetros para a seleção de ativos são abarcadas pelo termo "investimento socialmente responsável". A implementação desse tipo de investimento costuma observar classificação dos ativos analisados de acordo com um conjunto de critérios previamente estabelecidos pelos investidores e geralmente vem acompanhada de outro conjunto de ponderações específicas de cada setor, bem como de premissas que os ativos precisam atender para poderem ser selecionados.

Assim, é possível se chegar a uma lista de ativos aptos a integrar a carteira de investimento.[391] Tal método de seleção de ativos pode ser combinado com a metodologia de investimento "*best-in-class*", de fundos temáticos, fundos de alta convicção e estratégias quantitativas de investimento.[392]

3.1.1.3 Investimento "*best-in class*"

O chamado investimento "*best-in-class*" é feito a partir de uma seleção restrita de ativos, que devem superar um patamar mínimo de classificação obtido por meio da consideração de critérios ESG dentro de cada setor ou indústria.[393]

Segundo a ANBIMA, pode ser considerado como uma espécie de filtro positivo. O detalhe que o diferencia é o fato de funcionar como um *ranking*. Nesse modelo, são estabelecidos critérios ESG para a avalição de determinado setor ou projeto. Tal análise serve para que sejam definidos os melhores ativos em relação aos seus pares.

---

[391] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 344.
[392] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 7.
[393] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 344.

É uma estratégia que, muitas vezes, consegue capturar possíveis vantagens competitivas entre companhias de um mesmo setor. Por exemplo, aquelas que possuem políticas de inclusão e diversidade na composição de seus quadros e que, por isso, poderiam atrair mais clientes do que aquelas do mesmo setor que não as possuem.[394]

Assim, a ideia de selecionar o melhor ativo da categoria (o *best-in-class*) impõe que somente poderão ser selecionadas as companhias que superarem o parâmetro de classificação pré-definido (de acordo com critérios ESG aplicados a setores ou indústrias de maneira específica). Normalmente, as companhias são pontuadas em uma variedade de fatores que são ponderados de acordo com o setor em que estão inseridas. A partir de tal procedimento, é montada a carteira de investimento.

Essa abordagem que encampa todo um setor faz com que o investimento "*best-in-class*" seja uma modalidade bastante utilizada por estratégias que vislumbram manter certas características associadas a índices de ações (carteiras teóricas de ações, compostas de acordo com critérios pré-estabelecidos).[395]

Observa-se que a estrutura em forma de *ranking* diferencia o modelo de investimento "*best-in-class*" do modelo de filtro positivo, que lhe é bastante similar. Isso porque o "*best-in-class*" opera por meio da seleção de critérios ESG para a avaliação de determinado setor ou projeto. Em seguida, são estabelecidos os melhores em relação aos seus pares, os quais serão selecionados para integrar a carteira de investimento,[396] enquanto o modelo de filtro positivo inclui ativos (em países, setores, indústrias ou projetos) que atendem os critérios ESG e as normas estabelecidas, sem hierarquização entre eles.

3.1.1.4 Investimento sustentável

A implementação de um "investimento sustentável" exige a seleção de ativos que contribuam para o desenvolvimento de uma economia sustentável, isto é, que mitiguem o

---

[394] ANBIMA. **ESG**: investir em sustentabilidade deixou de ser "só mais uma ideia". 31 mai. 2022. Disponível em: https://comoinvestir.anbima.com.br/noticia/esg-investir-em-sustentabilidade-deixou-de-ser-so-mais-uma-ideia/. Acesso em: 28 set. 2022.

[395] Nessas circunstâncias, "*security selection seeks to maintain regional and sectorial diversification and a similar profile to the parent market cap index, while targeting companies with higher ESG rating. The tracking error for MSCI World SRI, which is designed to represent the performance of companies with high ESG rating and employs a best-in-class selection approach to target the top 25% companies in each sector, is only 1.79%*" (SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 7-8). No mesmo sentido, tem-se que os ativos referentes à essa estratégia de investimento sustentável atingiram a marca de 1,384 trilhões de dólares em 2020 (OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 40. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022).

[396] CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe, op. cit., p. 558.

esgotamento dos recursos naturais e/ou contribuam para solução de problemas sociais. Haja vista a amplitude do termo, argumenta-se que, no âmbito do investimento sustentável, pode-se, inclusive, utilizar o método "*best-in-class*", além da integração de fatores ESG.[397]

O "investimento sustentável" pode ser instrumentalizado, tanto em companhias que cumpram os requisitos de sustentabilidade estabelecidos pelo gestor, quanto em títulos de dívida vinculados à sustentabilidade (*sustainability-linked bonds – SLB*), que consistem em instrumentos de dívida[398] cujo objetivo é prover financiamento ao emissor e, ao mesmo tempo, assegurar que ele cumpra determinadas metas ESG consignadas no próprio instrumento, que são calibradas com base em indicadores de desempenho. Esses títulos, que geralmente contemplam taxas de juros mais atrativas que as de financiamentos tradicionais, podem ter suas características financeiras ajustadas em função do cumprimento ou não das metas ESG pré-estabelecidas.[399]

Ao contrário da lógica dos *green* e dos *social bonds*, que serão abordados adiante, no caso dos títulos de dívida vinculados à sustentabilidade, o recurso financeiro não é "carimbado". Isso confere maior liberdade no uso dos recursos, mas vem acompanhado da necessidade de compromisso com metas ambientais e/ ou sociais definidas a partir de critérios objetivos, as quais devem ser atingidas em determinado prazo.[400]

3.1.1.5 Investimento verde

[397] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 344.

[398] A menção a "instrumento de dívida" é propositalmente genérica, pois pode ser implementada mediante a emissão dos mais variados títulos de crédito ou valores mobiliários representativos de dívida do emissor, tais como debêntures, notas promissórias, notas comerciais, cédulas de crédito imobiliário, cédulas de produto rural, dentre outros.

[399] Outro instrumento que pode ser aplicado em uma estratégia de investimento sustentável é o "*sustainability-bond*" que envolve, por exemplo, projetos socioambientais (combinando aspectos sociais e ambientais). Para maiores informações sobre esses instrumentos, v. B3. Produtos e serviços ESG. Títulos temáticos ESG. Disponível em: https://www.b3.com.br/en_us/b3/sustainability/esg-products-and-services/green-bonds/. Acesso em: 8 out. 2022.

[400] B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 16. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022. A B3 cita como exemplos e indicadores e metas utilizados em *SBL* os seguintes: "Indicador: Gestão de emissões / Meta: reduzir a intensidade das emissões de GEE em 15% até 2030; Indicador: Gestão de Resíduos / Meta: 97% de resíduos reciclados até 2025; Indicador: Energias Renováveis / Meta: Alcançar 100% de consumo de energia elétrica renovável até 2022" (B3. Produtos e serviços ESG. Títulos temáticos ESG. Disponível em: https://www.b3.com.br/en_us/b3/sustainability/esg-products-and-services/green-bonds/. Acesso em: 8 out. 2022).

Os "investimentos verdes" são aqueles que buscam alocar capital em ativos especificamente direcionados à mitigação de desafios ambientais, como a perda da biodiversidade e as mudanças climáticas.[401]

É possível considerar o investimento verde como uma ampla subcategoria de investimento temático ou de investimento de impacto. São exemplos de investimentos verdes aqueles que direcionam capital para ativos que envolvam veículos e geração de energia com baixa emissão de gás carbônico; redes inteligentes; eficiência energética; controle de poluição; reciclagem; gestão de resíduos e de energia; inovação de processos; dentre outras tecnologias e processos que contribuam para solucionar problemas ambientais.

No âmbito dos investimentos verdes, figuram como opção para alocação de recursos os chamados *green bonds* (ou títulos verdes), que consistem em instrumento de dívida especificamente destinado a arrecadar recursos para projetos ambientais, pelo que podem ser atrelados a metas ou condutas que devam ser observadas pelo emissor.[402]

Como o não cumprimento da meta ou observância da conduta vinculada ao título pode resultar na aplicação de penalidade ao emissor, geralmente os títulos verdes preveem prestações de conta periódicas pelo emissor.

O contexto da popularização dos *green bonds*[403] dialoga com a percepção de que a destinação de recursos públicos,[404] sozinha, não será suficiente para financiar o atingimento das metas estabelecidas pelo Acordo de Paris, bem como a adaptação da infraestrutura e dos sistemas industriais ao desafio da mudança climática. Consequentemente, chama-se atenção

---

[401] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 345.

[402] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 9. São exemplos de projetos financiados por *green bonds*: adaptação às mudanças climáticas; transporte limpo, produtos ecoeficientes e/ou adaptados à economia circular; tecnologias e processos de produção; eficiência energética; gestão ambientalmente sustentável de recursos naturais vivos e uso da terra; prevenção e controle da poluição; energia renovável; gestão sustentável de água e águas residuais; conservação da biodiversidade terrestre e aquática (B3. Produtos e serviços ESG. Títulos temáticos ESG. Disponível em: https://www.b3.com.br/en_us/b3/sustainability/esg-products-and-services/green-bonds/. Acesso em: 8 out. 2022).

[403] Segundo a ABBC, "o mercado de *green bonds* se expandiu de modo considerável em volume de ativos e nos tipos de emissões. Com cerca de USD 12 bilhões emitidos em 2021 por empresas brasileiras no mercado local e internacional, os títulos temáticos apresentam crescimento exponencial no mundo e têm ganhado atenção no mercado brasileiro". ABBC, op. cit., p. 36.

[404] Sobre as iniciativas públicas/governamentais para o enfrentamento dos desafios da mudança climática, destaca-se o "*Green Neal Deal* Europeu", objetivando que a Europa se torne "o primeiro continente a alcançar a neutralidade climática, zerando a emissão de gases de efeito estufa até 2050, acompanhado de crescimento econômico para todos os locais e cidadãos. É justamente no contexto desse European Green Deal que, nos últimos anos, a União Europeia conseguiu aprovar regulações importantes, como o Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), além de criar uma Taxonomia para Atividades Sustentáveis. Embora os primeiros movimentos tenham se concentrado de maneira clara no setor financeiro e na temática climática, o atual momento é de movimentação específica quanto a relatos ESG por corporações e potencial expansão dos temas para além da questão ambiental" (IBGC. **Mapeando a regulação sobre *disclosure* ESG para companhias de capital aberto em mercados desenvolvidos**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2022. p. 17).

para o papel de destaque que as fontes de financiamento privado deverão desempenhar na alocação de recursos para a transição climática. Nesse sentido, a OCDE destacou que:

> *Recently, green bonds have been issued as an alternative financing instrument in relation to the climate change. The criteria for determining whether an activity financed by the issuance of a corporate bond is environmentally sustainable, however, can vary. In order to protect the buyers of corporate bonds and other financial instruments, some jurisdictions have been developing a taxonomy to classify which economic activities could be considered environmentally sustainable (allowing, for instance, a company to name a bond it issues as "green").*[405]

Especificamente em relação à realidade brasileira, dados apontam que as companhias do setor de serviços de utilidade pública dominam as emissões de *green bonds*, respondendo por 75% do total de emissões.[406]

No âmbito dos investimentos verdes, o mercado de créditos de carbono tem se destacado, principalmente depois do compromisso firmado na COP-26[407] para a criação de um mercado global de carbono e desestímulo ao uso de combustíveis fósseis.

Nesse contexto, os créditos de carbono correspondem a unidades que representam 1 tonelada de gás carbônico efetivamente evitado ou removido da atmosfera, devidamente

---

[405] OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 30. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022.

[406] OCDE, loc. cit.

[407] A COP-26 é a 26ª edição da Conferência das Partes da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança Climática (*United Nations Framework Convention on Climate Change – UNFCCC*), cuja realização se deu entre os dias 31 de outubro e 12 de novembro de 2021 em Glasgow, na Escócia. O objetivo da COP, que se reúne anualmente, é discutir, rever, monitorar e implementar as diretrizes UNFCCC, tratado internacional firmado no âmbito da Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente e o Desenvolvimento, realizada no Rio de Janeiro em 1992, o qual atualmente conta com 197 países signatários. O tratado foi editado originalmente com vistas à estabilização das concentrações de gases de efeito estufa na atmosfera. Porém, desde sua entrada em vigor, no ano de 1994, várias adições foram implementadas. Dentre as mais importantes, estão: (i) o Protocolo de Quioto, de 1997, o qual fixou o limite de emissões para os países desenvolvidos até o ano de 2012; e (ii) o Acordo de Paris, de 2015, o qual definiu que os países signatários deveriam envidar esforços para limitar o aquecimento global ao parâmetro de 1,5ºC acima das temperaturas referentes à era pré-industrial, bem como ampliar o financiamento destinado às ações de combate à mudança climática (NAÇÕES UNIDAS BRASIL. **Guia para a COP26:** O que é preciso saber sobre o maior evento climático do mundo. 1 nov. 2021. Disponível em: https://brasil.un.org/pt-br/156377-guia-para-cop26-o-que-e-preciso-saber-sobre-o-maior-evento-climatico-do-mundo. Acesso em: 28 out. 2022). A COP-26 foi uma edição cercada de grandes expectativas, sobretudo por conta do adiamento de sua realização, que deveria ter sido em 2020, em função da pandemia da COVID-19. Esperava-se que os países conseguiriam estabelecer ações específicas para conter as mudanças climáticas e dar efetividade às diretrizes do Acordo de Paris. De acordo com Carolina Genin e Caroline Frasson, o resultado da COP-26 foi frustrante: "A COP26 se encerrou com o Pacto de Glasgow, um documento assinado pelos países que deixou a desejar em termos de ambição. Contudo, apesar de não ter dado garantias ao cumprimento desse limite, Glasgow teve o papel de manter 1,5°C vivo. Além do compromisso oficial, foram assinados na Escócia uma série de compromissos independentes que podem contribuir para a redução de emissões e limitar as mudanças climáticas" (GENIN, Carolina; FRASSON, Caroline Medeiros Rocha. O saldo da COP-26: o que a Conferência do Clima significou para o Brasil e o mundo. **WRI Brasil**, 21 nov. 2022. Disponível em: https://www.wribrasil.org.br/noticias/o-saldo-da-cop26-o-que-conferencia-do-clima-significou-para-o-brasil-e-o-mundo. Acesso em: 28 out. 2022).

verificado e certificado. A respeito da originação dos créditos de carbono, o Laboratório de Inovação Financeira explica que:

> [Os créditos de carbono] São gerados a partir de projetos certificados por meio de programas específicos de certificação, seja por certificadoras do mercado voluntário, como o *Voluntary Carbon Standard* (VCS) e a Gold Standard, seja por mecanismos de certificação vinculados à ONU, como o Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) e o Artigo 6º do Acordo de Paris. Para se obter uma Unidade de Carbono Verificada (VCU) do VCS, por exemplo, é preciso que as ações e os projetos a serem creditados atendam a determinados critérios, como: ser real, ou seja, só é possível creditar projetos e ações que já tenham ocorrido, pois deve ser demonstrado que já houve redução daquelas emissões, por meio de relatórios e auditoria de terceiros imparciais; ser mensurável e permanente, adicional, e ser verificado de maneira independente, listado de maneira transparente, numerado de maneira única e estimado conservadoramente.[408]

Basicamente, a ideia por trás da precificação do carbono fundamenta-se na consideração das emissões de gases de efeito estufa (GEE) como externalidades[409] negativas das atividades desempenhadas pelos agentes econômicos, as quais, inobstante, não englobam, nos produtos e serviços decorrentes da atividade econômica, a internalização dos custos inerentes às consequências de tais emissões ao meio-ambiente. Assim, adotar uma métrica de precificação dessas emissões seria uma forma de internalizar essa externalidade negativa, adotando-se o raciocínio do "princípio do poluidor-pagador".[410]

Registre-se a possibilidade transformação de outros ativos ambientais em ativos financeiros no futuro.[411] Significa dizer, portanto, que existe uma possibilidade de

---

[408] LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. **Mercados de carbono**. Rio de Janeiro: Lab, abr. 2022. p. 7. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/05/LAB-Trilha-Mercados-de-Carbono.pdf. Acesso em: 23 set. 2022.

[409] Como já mencionado anteriormente, o conceito de externalidade faz referência ao impacto das ações de um agente sobre o bem-estar de outros agentes, os quais não participam da ação ou do mercado em questão, sendo percebidos como meros expectadores. Assim, quando esse impacto que incide sobre tais agentes não-participantes é considerado adverso, entende-se que há uma externalidade negativa. Nesse sentido, retoma-se a lição de Hal R. Varian a respeito das externalidades de consumo e das externalidades na produção: "Dizemos que uma situação econômica envolve uma externalidade de consumo se um consumidor se preocupar diretamente com a produção ou o consumo de outros agente. Por exemplo, tenho preferências definidas sobre meu vizinho tocar música alta às três da madrugada, ou sobre o fato de a pessoa sentada ao meu lado num restaurante fumar um charuto barato ou sobre a quantidade de poluição produzida pelos automóveis de minha cidade. Esses são exemplos de externalidades de consumo negativas. Entretanto, posso ter prazer em observar o jardim de flores do me vizinho – esse é um exemplo de externalidade de consumo positiva. Do mesmo modo, uma externalidade na produção surge quando as possibilidades de produção de uma empresa são influenciadas pelas outras escolhas de outra empresa ou de outro consumidor. Exemplo clássico é o de um pomar de maçãs localizado próximo a um apiário, onde há uma externalidade na produção positiva mútua – a produção de cada empresa afeta positivamente as possibilidades de produção da outra. Caso semelhante é o da empresa de pesca que se preocupa com a quantidade de poluentes despejados em sua área de operação, uma vez que a poluição tem influência negativa sobre sua capacidade de captura" (VARIAN, Hal R. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. Trad. Elfio Ricardo Doninelli. 8. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 679).

[410] LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA, op. cit., p. 5.

[411] Para Marina Cançado, "o crédito de carbono foi o primeiro ativo ambiental que se tornou ativo financeiro. No futuro, vão existir outros: créditos de biodiversidade, eventualmente ligados à água; diferentes formas de

crescimento e diversificação dos investimentos verdes na direção de novos ativos ambientais. Esse contexto pode ser interessante para o Brasil, na medida que o mercado brasileiro ainda não explorou todo o seu potencial nessa área.

3.1.1.6 Investimento social

Os "investimentos sociais" envolvem a seleção de ativos cujos objetivos sejam enfrentar os desafios sociais, principalmente aqueles relacionados ao grupo de pessoas pertencentes à base da pirâmide social, ou seja, às pessoas em situação de pobreza ou vulnerabilidade.[412]

Assim, os investimentos sociais estão associados ao objetivo de viabilizar desenvolvimento econômico que possibilite a remediação da condição de pobreza extrema ao mesmo tempo em que proporciona crescimento e lucro para as companhias que desenvolvem suas atividades em atendimento a esse objetivo. Nesse contexto, figuram modelos de negócio voltados ao microfinanciamento, acesso básico às redes de telecomunicação, acesso a melhores condições de nutrição e serviços de saúde, acesso à energia limpa, dentre outros.[413]

Assim como os investimentos verdes podem ser instrumentalizados por meio da alocação de recursos nos chamados *green bonds*, os investimentos sociais podem ser efetivados a partir dos *social bonds*, cuja lógica é semelhante.

De acordo com o Guia "*The Social Bond Principles*", elaborado pela *International Capital Market Association – ICMA*, a definição de *social bonds* é a seguinte:

> *Social Bonds are any type of bond instrument where the proceeds, or an equivalent amount, will be exclusively applied to finance or re-finance in part or in full new and/or existing eligible Social Projects […] and which are aligned with the four core components of the SBP*.[414]

---

monetizar a conservação de uma área ou em um processo de reflorestamento, além de diferentes fontes de receita para além do sequestro de carbono" (BERTÃO FILHO, Ítalo. Conheça oportunidades e tendências para investimentos 'verdes'. Especialistas ouvidos pelo Prática ESG dizem que temas como créditos de carbono, bioeconomia e impacto social devem estar cada vez mais presentes nas discussões sobre dinheiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 ago. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/08/10/conheca-oportunidades-e-tendencias-para-investimentos-verdes.ghtml. Acesso em: 10 set. 2022).

[412] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 345.

[413] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 9.

[414] ICMA. **Social Bond Principles**: voluntary process guidelines for issuing social bonds. jun. 2021. p.3. Disponível em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/6fb7d3be-9e88-49a1-bbca-c28c1ccaa7ca/SBP+June+2021.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nDR.lQ9. Acesso em: 27 set. 2022.

São exemplos de iniciativas que podem ser financiadas por *social bonds*: infraestrutura básica; acesso a serviços essenciais; habitação; geração de emprego e programas projetados para prevenir e/ou remediar o desemprego decorrente de crises socioeconômicas, inclusive por meio do efeito potencial do financiamento e microfinanciamento de PMEs; segurança alimentar e sistemas alimentares sustentáveis.[415]

3.1.1.7 Investimento de impacto

O chamado "investimento de impacto" é aquele voltado à geração de impactos sociais e/ou ambientais positivos e mensuráveis. O aspecto que o diferencia da mera filantropia é a associação desses critérios com a pretensão de obtenção de retorno financeiro.[416]

Geralmente associados a investimentos diretos em setores, companhias ou projetos cujo foco seja voltado à geração de impacto social e ambiental como aqueles nas áreas de crédito privado, *private equity* e financiamento imobiliário.[417]

Do ponto de vista do retorno a ser atingido com a alocação de recursos segundo o método do investimento de impacto, indica-se a existência de uma variedade de possibilidades, a depender dos objetivos estratégicos de cada investidor. É possível observar tanto investidores que visam obter retornos em parâmetros mais baixos que os usualmente praticados pelo mercado (percebendo o impacto gerado como um retorno não financeiro), quanto investidores que buscam a obtenção de retorno alinhado com as práticas usuais de mercado, além do retorno não financeiro decorrente do impacto gerado.

Portanto, é um investimento que "considera, além dos aspectos financeiros, a mensuração dos impactos positivos gerados por seus investimentos sobre as questões ESG".[418]

Em suma, trata-se de direcionar capital para atividades que estejam aptas a lidar com os problemas mundiais e seus desafios mais prementes, oferecendo soluções como, por exemplo, acesso a serviços básicos de educação, saúde e moradia; geração de energia com

---

[415] B3. Produtos e serviços ESG. Títulos temáticos ESG. Disponível em: https://www.b3.com.br/en_us/b3/sustainability/esg-products-and-services/green-bonds/. Acesso em: 8 out. 2022.
[416] WELLISCH, Julya Sotto Mayor, op. cit., p. 346. No mesmo sentido, a *Global Impact Investing Network* define investimentos de impacto como aqueles feitos com a intenção de gerar impactos sociais e ambientais positivos, mensuráveis e que gerem retorno financeiro; sendo atrativos para uma ampla variedade de investidores, sejam institucionais ou individuais, os quais também possuem expectativas diversas no que tange ao retorno financeiro a ser obtido (GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK. **Impact Investing**. Disponível em: https://thegiin.org/impact-investing/. Acesso em: 14 set. 2022).
[417] CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe, op. cit., p. 558.
[418] ABBC, op. cit., p. 39.

baixa emissão de carbono; oferecimento de suporte para empreendedores pertencentes a minorias ou grupos minorizados; conservação de recursos naturais, dentre outros.

Por conseguinte, a medição e o rastreamento do impacto decorrente do empreendimento ou projeto financiado costuma ser um dos aspectos mais relevantes da proposta de investimento.[419]

3.1.2 Abordagem da pauta ESG pela indústria de fundos de investimento brasileira

Tendo em vista o papel essencial que o setor financeiro pode desempenhar para apoiar a transição para um futuro mais sustentável, os agentes econômicos que dele fazem parte têm aprofundado suas considerações sobre riscos, oportunidades e impactos relacionados à sustentabilidade. Esse é um movimento que visa beneficiar os investidores e, ao mesmo tempo, contribuir para a mobilização de financiamento para a necessária transição.

Em que pese a internacionalização desse fenômeno, de país para país, notam-se diferentes níveis de maturidade em relação à abordagem da pauta ESG na indústria de fundos de investimento: enquanto os fundos ESG já representam 41,6 % do total da indústria de fundos da Europa e 33 % nos EUA, no Brasil não chegaram sequer ao patamar de 5%.[420]

De acordo com análise da ANBIMA, o crescente interesse e engajamento dos participantes do mercado de capitais brasileiro em prol desse tema é notável, principalmente no que concerne à criação de fóruns de discussão e à estruturação de equipes e de inteligência direcionadas à adequada compreensão dos riscos e das oportunidades trazidas pela pauta ESG.[421]

Essa realidade é perceptível a partir da constatação de que, em 2019, existiam apenas 6 fundos ESG no Brasil. No ano seguinte, 2020, foram criados 85 fundos que se rotulam como sustentáveis, com captação de pelo menos R$ 2,5 bilhões, saltando de R$ 3,1 bilhões para R$ 6,8 bilhões em volume de captação. Em 2021, as ofertas de fundos dessa natureza permaneceram em crescimento e novos produtos foram lançados pelas principais gestoras do País. Não obstante, ainda são poucas as gestoras brasileiras com mandatos exclusivamente ESG e focadas no mercado local, uma vez que a maioria dos produtos que são

---

[419] SIMONEK, Clarisse, op. cit., p. 9-10.

[420] DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ) GMBH. **O mercado de finanças sustentáveis no Brasil em 2022**. Brasília: GIZ, fev. 2022. p. 40. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/03/FiBraS-Mercado-FinSustentaveis_2022.pdf. Acesso em: 16 out. 2022.

[421] ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 3. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.

disponibilizados no Brasil voltam-se à aplicação de recursos no mercado externo, com gestão de carteira passiva.[422]

É nesse contexto de crescimento da demanda por produtos de investimento ESG que a ANBIMA lançou a iniciativa para propor a definição de critérios para a identificação dos fundos que têm como objetivo os investimentos sustentáveis. A finalidade da construção desse arcabouço autorregulatório é garantir um crescimento saudável e robusto desses produtos, evitando-se falhas de comunicação ou ofertas oportunistas de produtos financeiros que não se enquadrem de modo efetivo na proposta que publicizam.[423]

Desde janeiro de 2022, a ANBIMA passou a aplicar regras para identificação de "Fundos de Investimento Sustentáveis (IS)" e " Fundos que integram questões ESG", aplicáveis aos fundos de renda fixa e de ações, nos termos do Código de Administração de Recursos de Terceiros da ANBIMA.

Basicamente, a diferença entre eles é que um Fundo de Investimento Sustentável possui objetivo de investimento sustentável definido no regulamento, bem como processos e metodologias atestando o compromisso ESG, além de constante monitoramento da carteira, a fim de assegurar que esteja sempre alinhada ao propósito, que não pode ser comprometido por qualquer investimento. Por sua vez, o Fundo que integra questões ESG não possui como objetivo central o investimento sustentável e deve usar a frase "esse fundo integra questões ESG em sua gestão" em seus materiais de divulgação e seu gestor deverá haver observar critérios de transparência, compromisso e diligência.[424]

Importa compreender o contexto que inspirou a ANBIMA a adotar essa iniciativa. Principalmente a partir dos anos 2000, percebeu-se aumento de ofertas de cotas dos chamados "fundos socialmente responsáveis" ou "fundos éticos" ou "fundos do bem", que, ou direcionavam investimentos para companhias que apresentassem boas credenciais em sustentabilidade corporativa, ou repassavam parte da taxa de administração para organizações sociais ou ambientais.

---

[422] DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ) GMBH, op. cit., p. 45.

[423] Conforme explicou Carlos Takahashi, "é preciso evitar um crescimento desordenado dos investimentos ESG no Brasil, o que seria prejudicial à indústria de fundos e ao investidor. Estamos alinhados a outras jurisdições globais que também buscam dar mais transparência a estes produtos. É nosso papel garantir bases sólidas para o desenvolvimento dos fundos sustentáveis" (ANBIMA. **ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis**. 1 out. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-define-criterios-para-identificar-fundos-sustentaveis.htm. Acesso em: 1 out. 2022). Observa-se, portanto, que a finalidade da criação dessas regras é direcionada à mitigação dos riscos de *greenwashing* e à garantia de que se opere um crescimento sólido para as alternativas de investimento sustentável no Brasil.

[424] ANBIMA. **ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis**. 1 out. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-define-criterios-para-identificar-fundos-sustentaveis.htm. Acesso em: 1 out. 2022.

Ao mesmo tempo, notou-se gradual incorporação de informações ESG, principalmente no eixo de governança, bem como aplicação de filtros negativos nas estratégias de investimentos de alguns gestores "especificamente como ferramenta de identificação de riscos e sem que a geração de impacto positivo se constituísse como o pressuposto do fundo".[425]

Fato é que, atualmente, aquilo que era praticamente restrito a nichos de mercado ganhou *status* de centralidade, principalmente em função da crescente conscientização a respeito da urgência climática no planeta.

Em que pese a identificação do tema como pauta primordial, a realidade da indústria de fundos de investimento brasileira demonstra que o mercado ainda é muito assimétrico, abarcando agentes econômicos com diferentes níveis de compreensão, motivação e aplicação da agenda ESG.

Em pesquisas realizadas entre os anos de 2016 e 2018, a ANBIMA identificou que existia variação significativa no que tange à incorporação de princípios, políticas e dados ESG no Brasil. Já em 2021, nova pesquisa realizada pela ANBIMA identificou aumento na importância da temática da sustentabilidade junto ao mercado financeiro e de capitais, concluindo que:

> Em 2021, a ANBIMA realizou sua 3ª Pesquisa de Sustentabilidade, com mais de 250 participantes (32,6% do total das instituições aderentes aos códigos de autorregulação da ANBIMA), incluindo gestoras de recursos, bancos, corretoras e distribuidoras. Os resultados mostraram que a sustentabilidade tem alcançado cada vez mais relevância nas instituições dos mercados financeiro e de capitais (sendo avaliada com notas de 7 a 10 em escala de importância para 86% dos entrevistados) e que essa agenda deve ganhar ainda mais tração no futuro próximo (indicado por 90% dos respondentes).[426]

Especificamente em relação às gestoras de recursos, as sucessivas pesquisas realizadas indicam aumento tanto no número de instituições que passaram a adotar políticas de investimento responsável quanto no volume de ativos que foram objeto de investimento a partir de análise que levou em consideração critérios ESG.[427]

---

[425] ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 18. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.

[426] Ibidem, p. 17.

[427] De acordo com a ANBIMA, "manteve-se praticamente igual a porcentagem de gestoras que consideram, no seu processo de investimento, o potencial impacto de questões de sustentabilidade: passou de 85% em 2018 para 84% em 2021, mesmo com o aumento significativo no número de participantes de uma pesquisa para a outra. Aumentou o percentual de ativos sob gestão avaliados pelas lentes ASG. Em 2021, 49% das gestoras afirmaram considerar os fatores para mais de 50% dos ativos sob gestão, enquanto em 2018 esse percentual era de 27%. Houve avanço no mercado: enquanto em 2018 apenas 34% das gestoras declararam ter alguma estrutura para tratar de ASG, em 2021, 71% afirmou ter alguma estrutura (exclusiva ou não) com funcionários diretamente envolvidos ou treinados ou, ainda, com comitê específico dedicado ao tema. Em 2021, mais gestoras afirmaram ter uma política de investimento responsável ou um documento que formalize o tratamento ao tema – se não

De acordo com Igino Zucchi de Mattos, os investidores institucionais estão cada vez mais envolvidos e utilizando fatores ESG em suas decisões de investimento, indicando que esse movimento é tanto estrutural quanto irreversível. Ilustra seu raciocínio com o método para seleção de ativos de fundo de investimento em fase de estruturação:

> Estamos preparando o lançamento de um fundo, baseado nas seguintes temáticas: eficiência energética (incluindo solar e baterias) e eficiência de água. Este fundo tem como objetivo financiar projetos de investimentos nestas temáticas por meio de contratos de transformação do CAPEX em prestações mensais (OPEX) de médio e longo prazo. O fundo será um FIDC ASG, alinhado aos nossos compromissos estruturais e à nossa adoção do PRI, CDP, entre outros. Em relação ao mercado como um todo, vemos isso como algo bastante construtivo, constituindo nova dinâmica do mercado, que veio para ficar, é estrutural! Estamos ainda no começo deste movimento. [...] ASG é a base deste fundo. Todas as temáticas trazem benefícios ambientais inerentes aos seus processos, mas incorporamos uma seleção bastante rígida em relação ao Social e à Governança das empresas participantes. Com vistas a obter uma governança e validação dos projetos na temática ASG, estaremos utilizando uma consultoria externa. Na questão dos projetos, vamos ter uma validação de engenharia, de acordo com os princípios de validação do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), que irá orientar a validação, a construção e a certificação dos investimentos. No final, queremos estar alinhados e com robustez no processo de
> crédito, de engenharia da obra e da medição do impacto.[428]

Feitas as considerações sobre os aspectos práticos da pauta ESG no que tange à indústria de fundos de investimento, na sequência serão analisados os aspectos práticos do ESG sob o ponto de vista daquele agente que é, ao fim e ao cabo, o destinatário dos investimentos realizados pelos gestores de recursos: as companhias.

3.2 Aspectos práticos do ESG sob o ponto de vista das companhias

Nas duas décadas subsequentes à criação do acrônimo ESG no âmbito do Pacto Global da ONU, observou-se crescimento constante da discussão sobre a incorporação das práticas sustentáveis às atividades empresariais.

Ao longo da Seção 3.1, procurou-se demonstrar que a pauta da sustentabilidade – tomada em sentido amplo – está cada vez mais presente no debate público, sendo discutida e

---

estiver pronto, ao menos em desenvolvimento: 80% das casas na atual edição da pesquisa contra 69% na anterior. Um documento geral da instituição que trate também sobre o tema está presente em 19% das gestoras, ante 27% em 2018. Por outro lado, entre aquelas que já têm uma política específica sobre investimento responsável, o número cresceu de 21% para 26%, abrangendo, principalmente, gestoras com mais de R$ 7 bilhões de ativos sob gestão. Cerca de um terço (35%) das instituições que participaram da pesquisa estão em processo de desenvolvimento de um documento incorporando questões ASG" (Ibidem, p.19.).

[428] DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ) GMBH, op. cit., p. 49.

valorizada pelos agentes que atuam nos mercados financeiro e de capitais, sobretudo pelos gestores de recursos e investidores institucionais.

Contudo, é um tema que ainda carece de maturidade em muitas companhias brasileiras. Assim como há investidores precursores na abordagem ESG no âmbito do processo de alocação de recursos e outros que ainda precisam ajustar seu modo de operar caso desejem integrá-la, na seara das companhias igualmente existem aquelas que já possuem níveis robustos de engajamento em temas de sustentabilidade e questões ESG, enquanto outras permanecem muito afastadas dessa realidade.

As demandas de parte relevante dos investidores, que são os grandes financiadores das companhias, estão ligadas à própria ideia de perenidade daquelas (ou seja, de geração de valor a longo prazo).[429] Portanto, as companhias são desafiadas a desenvolver verdadeira cultura ESG que seja compatível com essas exigências, não bastando a adoção de medidas isoladas. Em última análise, a incorporação de fatores ESG às práticas empresariais tem o potencial de aprimorar boas práticas de gestão e mitigar riscos inerentes aos negócios.

Isso porque existem diversas formas pelas quais estratégias ESG podem agregar valor para as companhias, dentre elas: geração de receita; redução de custos; desenvolvimento do capital humano e social; mitigação dos riscos; atendimento e antecipação de demandas legais e regulatórias; e melhoria da reputação e da imagem.

Sustenta-se que a adoção de estratégias ESG pelas companhias pode gerar receitas, por exemplo, a partir da fidelização de clientes e consumidores, como viabilizar acesso a novos mercados. Custos podem ser reduzidos em razão da otimização do uso de recursos naturais, como água e energia. No aspecto do capital humano e social, a companhia pode otimizar a atração e a retenção de talentos. A mitigação de riscos pode ocorrer a partir da adoção de medidas com vistas à redução da exposição a riscos relacionados a questões ambientais, por exemplo. Em relação às demandas regulatórias, medidas ESG podem evitar desembolsos com eventuais multas, além de possibilitar que a companhia influencie o processo de elaboração de políticas públicas. Os impactos na reputação e na imagem, em última análise, significam o aumento de valor intangível da companhia como um todo.[430]

---

[429] Reconhece-se que há diferentes perfis de investidor, que implementam diferentes estratégias de investimento e de desinvestimento. Entende-se que nem todo investidor possui perfil de permanecer acionista ou de manter em carteira títulos de dívida de determinada companhia no longo prazo e que, para esse grupo, as medidas com objetivo de geração de valor de forma sustentável no longo prazo podem não ser tão relevante. No entanto, há parcela relevante de investidores que possuem essa visão de longo prazo e, como tem se notado, esse grupo tem apresentado demandas relativas à pauta ESG perante as companhias de que são acionistas ou credores.

[430] B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 11. Disponível em:

A incorporação de agenda ESG aos modelos de negócio e práticas empresariais das companhias pode significar verdadeira mudança de cultura para a entidade. Esse é um processo que naturalmente demandará a adoção de estratégia organizacional, englobando definição sobre como a companhia deseja se posicionar no mercado em relação aos temas relacionados a questões ESG, a mensuração do impacto de tais medidas em suas operações, além da definição das metas que se deseja atingir.

Quando considerada sob a ótica da inovação, a incorporação da preocupação com a sustentabilidade aos modelos de negócio pode produzir efeitos diversos. É possível que produtos, processos e serviços já existentes sejam aprimorados e se tornem mais sustentáveis ou, ainda, que novos produtos possam ser desenvolvidos especificamente para produzir impactos em demandas socioambientais não atendidas.[431]

Portanto, a inovação aliada à conceitos de sustentabilidade consiste em ferramenta com potencial para gerar valor para várias partes interessadas, como a comunidade em que a companhia está inserida e a cadeia de valor[432] por ela integrada.

Ao fim e ao cabo, pode significar oportunidade de negócio, seja em mercados já desenvolvidos ou explorados, seja em mercados nascentes ou até então inacessíveis a determinada companhia. Isso porque, conforme será analisado a seguir, atualmente a pauta da sustentabilidade e, por conseguinte, dos atributos ESG, está em evidência na sociedade.

3.2.1 A preocupação com os atributos ESG na sociedade contemporânea

https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

[431] Inovar em embalagens de produtos para torná-las mais sustentáveis, por exemplo, substituindo componentes plásticos por biodegradáveis, pode representar reposicionamento de mercado, à medida em que isso seja bem avaliado pelos consumidores. No mesmo sentido, argumenta-se que uma companhia "pode ter que passar por grandes mudanças na forma de gerir seus negócios, e de se relacionar com os vários grupos de interesses (*stakeholders*). Por exemplo, [...] deve, continuamente, avaliar os impactos e riscos que o consumo e a utilização dos produtos fabricados por ela podem causar aos indivíduos e à sociedade, buscando alternativas inovadoras, sempre que detectar possíveis problemas" (DIAS, Edson Aparecido; BARROS, Lucas Ayres. Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. **Anais do XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro, 10 set. 2008. p. 2. Disponível em: http://arquivo.anpad.org.br/abrir_pdf.php?e=ODk1Ng==. Acesso em: 18 out. 2022).

[432] De acordo com o glossário constante do guia "Boas práticas para uma agenda ESG nas organizações", elaborado pelo IBGC, "cadeia de valor" significa "[...] o conjunto de atividades que agregam ou subtraem valor para uma organização e os seus públicos. Inclui desde a concepção de produtos e serviços, a aquisição de matérias-primas, as relações com fornecedores e prestadores de serviços, a produção, comercialização, entrega, e o uso de produtos e serviços por consumidores e clientes. A cadeia alcança, ainda, a fase de pós-consumo. Esse olhar vem evoluindo para uma visão circular e regenerativa, com processos produtivos que se retroalimentam e insumos utilizados por vários ciclos de vida" (IBGC. **Boas práticas para uma agenda ESG nas organizações**. IBGC: São Paulo, 2022, p. 87).

Nos termos das reflexões que vêm sendo empreendidas ao longo deste trabalho, argumenta-se que a agenda da sustentabilidade e os diversos temas que com ela se relacionam, como os atributos ESG, são atualmente objeto de grande preocupação por todos os setores da sociedade.

Embora essa temática não necessariamente consista em novidade, tendo em vista todo o arcabouço sobre sustentabilidade construído a partir da segunda metade do século XX e o próprio surgimento do acrônimo ESG ter se dado há quase duas décadas, os últimos anos têm evidenciado um aumento expressivo do interesse pelas questões ambientais, sociais e de governança.

A pandemia da Covid-19 tem sido apontada, inclusive, como um dos fatores que mais influenciaram esse recente crescimento.[433] Estudo elaborado pela consultoria KPMG sobre o gerenciamento de riscos no âmbito das companhias abertas brasileiras (edição de 2021) apontou a pandemia como fator de readequação de rotinas, processos e operações para tentar mitigar impactos decorrentes da crise global.[434]

Fato é que esse fenômeno de popularização da pauta ESG se dá na esteira da promoção da Agenda 2030 e demais compromissos internacionais firmados com vistas ao enfrentamento dos problemas climáticos e sociais que fazem parte da realidade global. Conforme visto, a busca pelo desenvolvimento sustentável por meio do alcance dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável e suas metas é um desafio que se impõe de forma ampla, envolvendo governos, agentes econômicos e cidadãos/consumidores.

---

[433] Sobre as razões para o crescimento do interesse em torno do tema ESG, principalmente nos últimos dois anos: "Existem diferentes explicações para a enorme popularização do termo ASG, ocorrida a partir de 2020. Para alguns, a principal causa foi a pandemia de Covid-19, que expôs fragilidades da economia globalizada e interdependente, chamando a atenção para os riscos existentes e a necessidade de melhor considerá-los na gestão dos negócios. Para outros, foram as reiteradas manifestações sobre questões ASG feitas por importantes atores do empresariado e das finanças, como o manifesto da Business Roundtable sobre o propósito das empresas, assinado por 181 CEOs de grandes corporações mundiais, e as cartas de Larry Fink, CEO da BlackRock, a maior gestora de ativos do mundo. Independentemente da causa, o fato é que a sigla ESG/ASG ganhou rapidamente as manchetes, e se tornou um assunto presente nas principais agendas de negócios" (B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 9. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022).

[434] Na edição de 2021 do estudo, "dada a gravidade do cenário e a recorrência de menções a riscos relacionados, especificamente, ao novo coronavírus, uma nova classificação foi incluída: Covid -19, pandemias e saúde pública. Neste primeiro ano, a nova classificação já figura entre os fatores de risco mais citados pelas companhias abertas, sendo mencionado na divulgação de mais da metade (57%) das empresas analisadas. Os impactos da pandemia também fizeram com que o mercado ficasse mais consciente de suas fragilidades, reforçando a importância do gerenciamento de riscos para a continuidade das operações" (KPMG. **Gerenciamento de riscos**. Os principais fatores de risco divulgados pelas empresas abertas brasileiras. 6. ed. 2021. p. 4. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2021/05/Gerenciamento%20de%20Riscos.pdf. Acesso em: 15 out. 2022).

Carlos Portugal Gouvêa argumenta que "nos dias atuais, existe uma clara demanda da sociedade para que as companhias assumam um papel ativo na transformação social para além apenas de sua contribuição com a atividade econômica na qual forem especializadas".[435]

Recente pesquisa realizada pelo *Google* em parceria com a *MindMiners* e o Sistema B sobre a visão do consumidor brasileiro a respeito da temática ESG constatou que, apesar de 87% dos entrevistados considerarem o engajamento empresarial em questões ESG importante, apenas 21% já ouviram falar especificamente no termo ESG, associando poucas marcas ao assunto.[436]

Para 47% dos entrevistados, as marcas – e, portanto, as companhias que as detêm – precisam comunicar mais, porquanto não conseguiram associá-las de maneira espontânea aos temas ESG.[437]

Os consumidores esperam desses agentes um comportamento ativo, por meio do desenvolvimento de projetos ESG e da divulgação, promoção da consciência sobre a temática e transparência dessas ações. Ao fim e ao cabo, espera-se que o discurso seja coerente com as práticas.[438]

A pesquisa indica, ainda, que seria um bom momento para um posicionamento mais firme nessas questões por parte das companhias, a fim de que possam ganhar terreno e aproveitar oportunidades. Argumenta-se que o ESG é fundamental para as companhias poderem criar e manter bom relacionamento com seus *stakeholders*, desde que haja coerência entre as ações ESG e os princípios e valores norteadores das companhias. Do contrário, uma

---

[435] Ainda segundo o autor, essa demanda "supera a mera regulação das externalidades negativas, a responsabilidade social corporativa ou a filantropia" (GOUVÊA, Carlos Portugal. **Governança corporativa e diversidade racial no Brasil**: um retrato das companhias abertas. 2022. p. 32. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4077326. Acesso em: 09 out. 2022).

[436] Sobre esse aspecto, destaca-se que "[...] quatro em cada cinco brasileiros, ao entenderem o que a sigla significa, afirmaram que é importante que as companhias desenvolvam ações ESG" (FALLA, Naty. Consumidor valoriza engajamento das marcas mesmo sem saber o que é ESG. **Forbes**, 10 set. 2022. Disponível em: https://forbes.com.br/negocios/2022/09/consumidor-pode-nao-saber-o-que-e-esg-mas-valoriza-engajamento-das-marcas/. Acesso em: 7 out. 2022). A pesquisa indicou, ainda, que tais "temas são de responsabilidade de todos os setores da sociedade: governos, marcas, mídias, ONGs e até o próprio indivíduo" (SITTA, Lívia; PRIOLLI, Pedro; GHERARDI, Cinthia. **O que os consumidores brasileiros esperam das marcas em relação aos pilares de ESG**. Think with Google, set. 2022. Disponível em: https://www.thinkwithgoogle.com/intl/pt-br/tendencias-de-consumo/tendencias-de-comportamento/esg-brasil-marcas-consumidor/. Acesso em: 7 out. 2022).

[437] A pesquisa avaliou 274 marcas que atuam no Brasil, as quais foram selecionadas por meio de levantamentos como o Top of Mind, da Folha de S. Paulo, e o relatório Brand Finance, que lista as 50 marcas mais valiosas, por exemplo. Cada entrevistado foi apresentado a 20 marcas escolhidas de forma aleatória, sendo solicitado a associá-las a temas relativos ao meio ambiente, ao social e à governança. A pesquisa constatou que o ESG ainda é um espaço com baixo nível de associação de marcas, com média de 13%. Na divisão por segmentos, as marcas de beleza foram as mais associadas com a agenda ESG. Na sequência as marcas que mais geram percepção de vínculo ao tema ESG são detidas por companhias do setor de finanças, bebidas não alcóolicas, alimentação e cuidados pessoais (FALLA, Naty, op. cit.).

[438] GOOGLE; MINDMINERS; SISTEMA B BRASIL. ESG: **A importância e os impactos da sigla pelas lentes de quem consome**. 2022. p. 29. Disponível em: https://www.thinkwithgoogle.com/intl/pt-br/tendencias-de-consumo/tendencias-de-comportamento/esg-brasil-marcas-consumidor/. Acesso em: 7 out. 2022.

postura inverídica sobre ações e projetos ESG tem potencial para abalar a reputação da organização.[439]

Outra pesquisa interessante sobre os consumidores brasileiros foi realizada pela consultoria *Walk The Talk by La Maison*. O objetivo foi mapear quais companhias possuem maior índice de associação à temática ESG, entrevistando 4.421 pessoas (homens e mulheres), de 16 a 64 anos, pertencentes às cinco regiões do Brasil e às classes A, B, e C. Indagou-se sobre a percepção a respeito do posicionamento e das ações de 50 companhias são representativas em suas categorias.

Os resultados indicaram que 94% dos brasileiros têm expectativa de que as companhias adotem medidas ESG, acreditando que elas têm obrigação de fazer algo relacionado aos problemas socioambientais e de governança. Não obstante, quando questionados, apenas 17% disseram acreditar que as companhias efetivamente têm ações nesse sentido.[440]

Tais resultados corroboram a ideia de que a transparência em relação às práticas ESG das companhias é um pilar fundamental dentro dessa abordagem. Diante disso, faz-se necessário empreender uma análise sobre a divulgação de ações relativas à temática ESG pelas companhias.

3.2.1.1 Divulgação de ações relacionadas ao ESG por companhias

Em seu "Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas", a B3 apresenta estratégias de gestão que podem ser aplicadas pela companhia na transição rumo à sustentabilidade. São elas: engajamento da alta liderança da companhia; estabelecimento da governança da sustentabilidade; elaboração de política de sustentabilidade; engajamento dos *stakeholders*; entendimento sobre o contexto da organização; estabelecimento das prioridades e da estratégia de sustentabilidade; definição dos indicadores e métricas relacionados aos

---

[439] Ibidem, p. 3.

[440] "Analisamos uma lacuna entre a expectativa do consumidor e a realidade, que é o que as marcas demonstram", afirmou a fundadora da Walk the Talk, Juliana Simão em entrevista ao Valor Investe. Ademais, os dados apontaram que a "Natura foi a empresa mais associada ao ESG, obtendo 536 pontos, num índice que chega a 1 mil. A Unilever aparece logo após, com 389, seguida pela Ypê (386), Boticário (376), Petrobras (372), Nestlé (354), Banco do Brasil (335), P&G (332) e Coca Cola (315) [...] Todas as empresas citadas na reportagem ficaram no grupo "Alto", marcando de 301 a 600 pontos. Acima de 600 pontos, as empresas são consideradas no ranking "Muito Alto" (o melhor grupo). Nenhuma das companhias que operam no Brasil entraram no primeiro grupo. De acordo com Simão, isso acontece em função do amadurecimento da pauta de ESG no Brasil" (MATSUE, Carla. Estudo mostra quais são as empresas campeãs em ESG do Brasil na opinião de consumidores. **Valor Investe**. São Paulo, 15 de jun. de 2022. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/06/15/estudo-mostra-quais-sao-as-empresas-campeas-em-esg-do-brasil-na-opiniao-de-consumidores.ghtml. Acesso em: 7 out. 2022).

temas prioritários; estabelecimento de metas; revisão das políticas e processos organizacionais; gerenciamento da cadeia de valor; adoção de agenda de investimento social privado; disseminação da nova cultura na companhia; assunção de compromisso públicos; divulgação de resultados e desafios.[441]

Na lógica do capitalismo de *stakeholders*, a transparência é elemento fundamental. Mais do que isso, não basta que as companhias sejam transparentes apenas em relação a informações financeiras. O mercado tem demandado a divulgação adequada de informações não financeiras que possam impactar o negócio.[442]

É nesse contexto que se insere a divulgação das ações e informações ESG, que envolve a utilização dos diversos canais de comunicação da companhia (sites institucionais, *newsletters*, redes sociais, dentre outros) e, sobretudo, prestação de contas por meio de instrumentos próprios.

No Brasil, dentre os documentos de publicação obrigatória pelas companhias para fins de viabilizar a realização da assembleia geral ordinária, figura o "o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo",[443] documento que consubstancia a prestação de contas da administração sobre os atos praticados no exercício em questão.

Tem-se observado, na prática, que informações referentes a aspectos ESG têm sido incorporadas no relatório da administração, assim como tem se notado prática crescente de divulgação de relatórios específicos sobre o tema, tais como os relatórios de sustentabilidade ou relatos integrados.

Os relatos integrados são os instrumentos pelos quais as companhias apresentam unificadamente seus resultados econômico-financeiros e suas práticas ESG e resultados (financeiros ou não) das delas decorrentes. Preferencialmente, tal apresentação deve decorrer de uma estratégia também unificada e integrada.[444]

---

[441] B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 25. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

[442] A respeito das informações divulgadas pelas companhias na lógica do capitalismo de *stakeholders*, adiciona-se que "[...] a estrutura existente de divulgação de relatórios financeiros a serem realizados pelas companhias, que eram orientadas para um propósito específico das corporações – maximização do lucro ao acionista dentro dos limites da lei –, já não é o único elemento que atende às necessidades de informação das múltiplas partes interessadas e da sociedade em geral, para que possam fazer a análise de investimentos e o escrutínio das organizações" (IBGC. **Mapeando a regulação sobre *disclosure* ESG para companhias de capital aberto em mercados desenvolvidos**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2022. p. 12-13).

[443] Lei n° 6.404/1976, artigo 133, I.

[444] B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 49. Disponível em:

É importante ressaltar que não existe padrão único para o formato de divulgação dessas informações pelas companhias, sendo utilizados, atualmente, diversos modelos ou *frameworks* destinados à padronização da apresentação de resultados e métricas ESG pelas companhias.

Existem diversas inciativas internacionais com vistas à elaboração de diretrizes para publicação de relatórios de sustentabilidade, como, por exemplo: a *Global Reporting Initiative* (*GRI*); o *International Integrated Reporting Council* (*IIRC*); o *International Sustainability Standards Board* (*ISSB*); o *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD, criado pelo Financial Stability Board); e o CDP *Climate Guidance*.

Segundo a pesquisa "Divulgações ESG: O que as empresas de capital aberto estão reportando?", realizada pela *Grant Thornton Brasil* em parceria com a *BR Rating* Governança, divulgada em maio de 2022, 48% das companhias que integraram a amostra divulgam informações de sustentabilidade por meio de relatório de sustentabilidade ou relato integrado, dois quais 8% são revisados/auditados por entidades independentes. Ademais, 49% das companhias incluem em seus formulários de referência indicação ou *link* onde essas informações podem ser encontradas.[445]

No âmbito da referida pesquisa foram analisadas 328 companhias abertas, que atuam em 26 segmentos diversos e objetivou demonstrar o atual cenário das práticas de divulgação de informações vinculadas à temática ESG, a partir do mapeamento das informações divulgadas em relatórios de sustentabilidade, formulários de referência, relatórios de administração, e demonstrações financeiras.

A PwC Brasil analisou relatórios de 78 das 81 companhias que integram o Ibovespa (pertencentes à carteira de maio-agosto de 2021), trabalho que resultou no relatório "Divulgações de ESG no Ibovespa". Os resultados demonstraram que: (i) os relatórios destacam temas ESG, embora 31% não adotem metas claras relacionadas a esses critérios; (ii) em que pese a inclinação das companhias em divulgar dados relacionados à sustentabilidade, não é possível identificar preocupação quanto à submissão dessas informações a algum tipo

---

https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

[445] GRANT THORNTON; BR RATING GOVERNANÇA. **Divulgações ESG**: o que as empresas de capital aberto estão reportando? mai. 2022. p. 4. Disponível em: https://www.grantthornton.com.br/globalassets/1.-member-firms/brazil/6.insights/pdf/divulgacoes-esg_o-que-as-empresas-de-capital-aberto-estao-reportando.pdf. Acesso em: 16 out. 2022. Chama-se atenção para o fato de que as duas maiores porcentagens de setores cujas companhias pertencentes divulgam informações ESG por meio de relatórios de sustentabilidade são, respectivamente, energia (19%) e transporte e logística (17%).

de verificação externa para garantir a qualidade e a confiabilidade dos relatórios; (iii) 85% das companhias divulgam, voluntariamente, informações por meio de relatórios.[446]

Tal pesquisa apontou, ainda, preferência pela divulgação das informações ESG por meio de relatório de sustentabilidade (42%) e relatório anual (39%). O relato integrado ficou em terceiro lugar (16%), seguido do relatório socioambiental (3%).

Outro dado relevante decorre da análise da preferência em relação ao modelo ou *framework* para elaboração dos relatórios. Verificou-se preferência das companhias pelo GRI (97%), embora 84% das companhias também tenham respondido que utilizam *frameworks* complementares: *CDP Climate Guidance* (54%)[447]; *IIRC* (52%); *SASB* (49%); TCFD (24%); Código Abrasca de Autorregulação (10%); *WEF* (7%).[448]

Embora a prática da divulgação das ações e informações ESG ainda careça de estrutura mais robusta no cenário brasileiro, não se pode negar a crescente preocupação com a elaboração de relatórios para essa finalidade, os quais buscam incorporar diretrizes internacionais consolidadas sobre o assunto. Ante à ausência de exigência regulatória no Brasil impondo essa necessidade, nota-se que é uma prática que está sendo adotada voluntariamente pelas companhias.

3.2.1.2 Atuação da B3 como fomentadora de práticas ESG por companhias listadas

Como já mencionado na Seção 2, com vistas a fomentar boas práticas de governança corporativa, em 2001 a então a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa criou regulamentos de listagem de ações em níveis diferenciados de governança corporativa, de adesão voluntária, que exigiam a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais àquelas exigidas por lei para as companhias que decidissem aderir aos regulamentos e serem listadas nos em algum dos níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

---

[446] Na linha do que vem sendo desenvolvido neste trabalho, a PwC Brasil defende que a divulgação voluntária por grande parte das companhias analisadas é um dado muito positivo, posto que "indica que elas estão respondendo às exigências da sociedade e mostra o nível de comprometimento com a divulgação de informações que são, cada vez mais, essenciais para investidores e demais *stakeholders* fazerem análises de investimentos. O desafio agora é tornar essas informações críveis, comparáveis e verificáveis" (PWC BRASIL. **Divulgações de ESG no Ibovespa**. 2021. Disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/2021/esg-ibovespa-interativo.pdf. Acesso em: 8 out. 2022).

[447] *Carbon Disclosure Project* – CDP.

[448] PwC BRASIL, op. cit.

Tal medida mostrou-se bem sucedida, dado a quantidade de companhias que aderiram voluntariamente aos níveis diferenciados, enraizando uma cultura de governança corporativa aprimorada dentre as companhias abertas brasileiras.[449]

Acompanhando a tendência de popularização dos temas relacionados à sustentabilidade, as bolsas de valores de todo o mundo passaram a adotar postura de protagonismo no desenvolvimento de ações e políticas voltadas ao aprimoramento das boas práticas de governança corporativa das companhias nelas listadas, bem como estratégias de suporte a mercados de ativos relacionados ao desenvolvimento sustentável como, por exemplo, o mercado de créditos de carbono.[450]

Nesse cenário, destaca-se o caso da B3, companhia aberta brasileira que figura como uma das principais provedoras de infraestrutura de mercado financeiro e de capitais em todo o mundo, atuando em ambiente de bolsa de valores, bolsa de mercadorias e futuros e de balcão organizado, integrando, dentre outros, os índices Ibovespa, IBrX-50, IBrX e Itag.

Sua missão institucional é "conectar, desenvolver e viabilizar o mercado financeiro e de capitais", com vistas a atuar conjuntamente com os clientes e a sociedade em geral para potencializar o crescimento do Brasil a partir dos seguintes valores: "atitude correta para hoje, amanhã e sempre"; "abertura e colaboração"; "proximidade e satisfação do cliente"; "solidez e credibilidade operacional"; e "ambiente para as pessoas se desenvolverem".[451]

A B3 adota estratégia de sustentabilidade estruturada sobre três alicerces: (i) ser uma sociedade empresária alinhada às melhores práticas de sustentabilidade; (ii) induzir boas práticas ESG no mercado financeiro e de capitais; e (iii) fortalecer o portfólio de produtos e abrir novas frentes de mercado ESG.[452]

Tendo aderido ao Pacto Global da ONU em 2005, a B3 sinaliza que a sustentabilidade está integrada à sua forma de operar. Sobre esse aspecto, a própria B3 se manifestou no seguinte sentido:

---

[449] Na data-base 26 ago. 2022, havia 601 companhias listadas na B3, sendo 201 (33,44%) no Novo Mercado, 23 (3,83%) no Nível 2, 24 (3,99%) no Nível 1, totalizando 248 companhias listadas em segmento diferenciado de governança corporativa (41,26%) contra 353 companhias listadas no segmento de negociação tradicional (58,74%). (B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 26 ago. 2022).

[450] MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes, op. cit., p. 4.

[451] As informações destacadas neste parágrafo encontram-se disponíveis na página eletrônica institucional da B3 (B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em: 7 out. 2022).

[452] Em sua página dedicada à área de sustentabilidade, a B3 divulga que: "Como uma organização que está no centro do mercado financeiro e de capitais, temos o papel de engajar nossos *stakeholders* na adoção das melhores práticas ESG (sigla em inglês para Ambiental, Social, Governança Corporativa), oferecer produtos e serviços que apoiem os clientes na transição para uma economia resiliente e de baixo carbono e conduzir nossas próprias atividades por meio de uma gestão interna responsável" (B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/institucional/. Acesso em: 7 out. 2022).

> Assim, quando o mercado ainda não falava em ASG, a B3 já se posicionava como indutora do investimento responsável no Brasil, incentivando a transparência nas corporações e criando benchmarks que se tornaram base para a oferta de produtos financeiros sustentáveis. Mais do que uma signatária do PRI – Princípios para o Investimento Responsável, a B3 tem sido desde 2010 uma parceira importante na promoção desses princípios, incentivando a incorporação das questões ASG pelos investidores e empresas, bem como a prática do *stewardship* e do *disclosure* das informações ASG.[453]

Resta evidente, portanto, a postura ativa de B3 na promoção da agenda ESG no Brasil, por meio da adoção de diversas iniciativas visando o fomento das práticas ligadas aos temas ambiental, social e governança nas companhias cujos valores mobiliários são negociados nos mercados por ela administrados. Dentre essas iniciativas, destaca-se a criação de índices de ações relacionados a temas de ESG, acompanhando uma tendência mundial.[454]

Os índices de ações são mecanismos de indicação do desempenho de determinada carteira de ações. A ideia por trás da elaboração de um índice de ações é a mensuração da valorização de setores ou segmentos de mercado que estejam abrangidos pelo índice a partir de uma carteira teórica de ativos.[455] Atualmente, a B3 possui 7 índices relacionados aos fatores ESG, cada qual com regulamento e metodologia própria.[456]

Dada a relevância das ações dessa natureza para a promoção da pauta ESG no Brasil, este trabalho passa a tratar especificamente de dois importantes índices criados pela B3: o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o Índice de Carbono Eficiente (ICO2).

---

[453] B3. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 5. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

[454] Sobre a importância da criação de índices de sustentabilidade pelas bolsas de valores, destaca-se: "[...] o passo mais decisivo nessa tendência mundial é a construção de índices de acompanhamento dos mercados baseados no desempenho das ações comprometidas com a sustentabilidade – ou seja, com o atendimento das necessidades e aspirações do presente sem o comprometimento da capacidade de atender às do futuro" (MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes, op. cit., p. 4).

[455] Tome-se como exemplo o mais recente índice ESG elaborado pela B3 em parceria com a *Great Place to Work*, o *IGTPW* B3: "O IGPTW B3 é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com as empresas certificadas e as melhores empresas para trabalhar, a partir do ciclo do ranking nacional, ambos preparados pela *Great Place to Work* (GPTW). A iniciativa apoia os investidores nas decisões de investimento com viés para empresas que trazem para o centro de debate a relação entre as pessoas e o desenvolvimento dos funcionários, gerando também um impacto positivo nos negócios. O objetivo do IGPTW B3 é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas admitidas a negociação na B3 e que foram certificadas pela GPTW como as melhores ambientes para trabalhar" (B3. **Market Data e Índices**: Índice IGTPW B3 (IGTPW 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: 28 out. 2022).

[456] São eles: Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3); Índice de Carbono Eficiente (ICO2 B3); Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC); Índice de Governança Corporativa *Trade* (IGCT); Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC - NM); Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG); e Índice *Great Place to Work* (IGTPW B3) (B3. **Produtos e Serviços ESG**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/indices-de-sustentabilidade/. Acesso em: 28 out. 2022).

3.2.1.2.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE B3

Em iniciativa tida como pioneira na América Latina[457] foi criado, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). Precipuamente, o ISE surgiu com o objetivo de ser fonte de referência para investimentos socialmente responsáveis no mercado de capitais brasileiro.

O ISE B3 consiste no resultado de carteira teórica de ativos de emissão de companhias que adotam compromissos e estratégias voltados à responsabilidade socioambiental e que promovem práticas ESG.

Portanto, o ISE B3 é um índice de retorno total[458] que consiste em indicador do desempenho médio das cotações dos ativos das companhias selecionadas para compor sua carteira teórica (em razão de serem reconhecidamente comprometidas com a sustentabilidade empresarial), atuando de forma a produzir incentivos para que as companhias adotem as melhores práticas de sustentabilidade, bem como para auxiliar os investidores em seus processos de tomada de decisão.

O índice em questão é importante tanto para investidores quanto para as companhias emissoras de valores mobiliários. Pode ser usado como referência (*benchmark*) para investimentos e portfólios, fomentando o desenvolvimento de investimentos responsáveis e, ao mesmo tempo, estimulando a adoção de práticas de sustentabilidade pelas companhias.

Assim, enquanto ferramenta de análise do grau de sustentabilidade das companhias, o ISE avalia em profundidade diferentes aspectos relacionados ao ESG.[459] Basicamente, o ISE permite que seja realizada análise comparativa da performance das companhias listadas na B3 a partir dos parâmetros de sustentabilidade aos quais elas atendam, servindo para auxiliar a identificação de companhias que possuam boas práticas ESG.

---

[457] O movimento de implementação de índices de sustentabilidade nas Bolsas de Valores contemplou, por exemplo, o Índice Down Jones de Sustentabilidade (*Dow Jones Sustainability Index – DJSI*), criado pela Bolsa de Valores de Nova York em 1999, o *FTSE4Good* (*Footsie for good*), criado no âmbito da Bolsa de Londres em 2001, e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005 pela BM&FBovespa. Financiado incialmente pela *International Finance Corporation* (*IFC*), braço financeiro do Banco Mundial, o ISEB3 foi o primeiro Índice dessa natureza na América Latina e o quarto a ser criado em esfera mundial (B3. **O que é o ISE B3**. Disponível em: http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise. Acesso em: 14 set. 2022).

[458] Nos termos do Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3, um índice de retorno total é "um indicador que procura refletir não apenas as variações nos preços dos ativos integrantes do índice no tempo, mas também o impacto que a distribuição de proventos por parte das companhias emissoras desses ativos teria no retorno do índice" (B3. **Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3**. nov. 2018. p. 2. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

[459] Por exemplo, a análise da sustentabilidade empreendida no âmbito do ISE avalia aspectos como eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social, características dos produtos, práticas e estrutura de governança corporativa (DIAS, Edson Aparecido; BARROS, Lucas Ayres, op. cit., p. 2.).

Os critérios de inclusão (cumulativos) e os critérios de exclusão de ativos do ISE B3 estão previstos na Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Destaca-se que a composição do ISE B3 é restrita às ações de companhias listadas na B3 que atendam aos requisitos de inclusão, ficando expressamente excluídos desse processo os *BDR*s e ativos de companhias que estejam em recuperação judicial ou recuperação extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou, ainda, que sejam negociados em qualquer outra situação especial de listagem.[460]

Após a análise dos critérios de inclusão e exclusão, a B3 aplica questionário sobre o desempenho das companhias em aspectos ESG, aplicando-se basicamente 4 critérios (indicadores de comprometimento; indicadores de programas, metas e monitoramento; desempenho; reporte climático) a serem documentalmente comprovados pelas companhias.

Essa prestação de informações via questionário e documentos comprobatórios é então analisada qualitativa e quantitativamente pelo Conselho Deliberativo do ISE B3, que define, então, quais companhias irão compor o índice. Essa avaliação é feita a cada 4 meses, de modo que as companhias precisam estar constantemente alinhadas às boas práticas ESG para permanecerem indexadas.

Atualmente está em vigor a 17ª carteira do ISE B3, anunciada em 1° de dezembro de 2021, para vigência de 3 de janeiro a 30 de dezembro de 2022. Com rebalanceamentos quadrimestrais, a carteira foi composta[461] por 46 ações de 46 companhias, que atuam em 27 setores econômicos diversos.[462]

A B3 disponibiliza informações sobre o desempenho das companhias participantes do processo de seleção da carteira do ISE B3 2021-2022 na "Plataforma ESG *Workspace*", desenvolvida com o objetivo de prover informações para auxílio a agentes de mercado (sejam investidores, sejam companhias emissoras) na definição de estratégias ESG com base em *scores* e em dados relacionados ao ISE B3.[463]

---

[460] Para mais detalhes sobre os critérios de inclusão e exclusão dos ativos do ISE B3, recomenda-se a leitura da "Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)", especialmente as páginas 3 a 6 (B3. **Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**. jul. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

[461] A composição da carteira do ISE B3 pode ser acessada por meio do seguinte link: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3-composicao-da-carteira.htm (Acesso em: 10. out. 2022).

[462] B3. **Raio-x das 46 empresas que compõem a carteira ISE B3 2022**. São Paulo, 4 de janeiro de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ise-b3-2022.htm. Acesso em: 10 out. 2022.

[463] Informações sobre a plataforma em questão estão disponíveis em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.htm. Acesso em: 14 set. 2022. O acesso à Plataforma *ESG Workspace* é realizado por meio de sítio eletrônico na rede mundial de computadores mediante a realização de cadastro (Disponível em: https://esgworkspace.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

Em síntese, o ISE B3 consiste em indicador que sinaliza ao mercado as ações de companhias que estão em consonância com boas práticas de sustentabilidade no Brasil. Desse modo, sob o ponto de vista ESG, participar do ISE pode representar uma influência positiva na forma as companhias (e suas marcas) são vistas tanto pelos investidores quanto pela opinião pública tomada em sentido amplo. Ao fim e ao cabo, significa um nível de excelência em ações ESG que pode trazer impacto positivo na formação reputacional.

3.2.1.2.2 Índice de Carbono Eficiente – ICO2 B3

Assim como o ISE B3, o Índice de Carbono Eficiente da B3 (ICO2 B3) também é um índice de retorno total e foi criado em 2010 com o intuito promover discussões sobre mudança climática no Brasil, por meio de incentivo à aferição, divulgação e monitoramento das emissões de GEE pelas companhias, posto que aquelas que o compõem estão associadas à prática de divulgação transparente de suas emissões de gases de efeito estufa e engendram esforços no sentido de participar da transição para a economia de baixo carbono.

Apesar de o ICO2 B3 se destacar como índice de sustentabilidade bastante relevante no mercado brasileiro, a metodologia empregada para a composição de sua carteira teórica não considera todos os aspectos ESG, ficando restrito ao fator ambiental.[464]

Cabe mencionar que a metodologia do ICO2 B3 passou por uma revisão em 2020. Até então, as companhias elegíveis para composição do índice eram as integrantes do IBrX 50.[465] Após a revisão, realizada com o objetivo de adequar o ICO2 B3 às tendências globais sobre o tema, a B3 passou a definir como elegíveis para compor o índice as companhias pertencentes ao IBrX 100.[466]

---

[464] Conforme o documento descritivo da metodologia do Índice de Carbono Eficiente, o "objetivo do ICO2 é ser o indicador do desempenho médio das cotações de ativos pertencentes à carteira do IBrX 100, levando em consideração as emissões de gases de efeito estufa (GEE) das empresas" (B3. **Metodologia do Índice de Carbono Eficiente**. 7 jul. 2020. p. 3. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

[465] O IBrX50 ou Índice Brasil 50 é o indicador sobre o desempenho médio dos 50 ativos mais representativos e negociados do mercado financeiro e de capitais do Brasil. É um índice obtido a partir de uma carteira teórica de ativos (exclusivamente ações e *units*) que precisam estar necessariamente nas 50 primeiras posições do Índice de Negociabilidade da B3 no período de vigência das 3 carteiras anteriores, bem como ter 95% de presença em pregão durante o mesmo período. A carteira teórica de ativos é reformulada observando uma periodicidade de 4 meses (B3. **Market Data e Índices**: Índice Brasil 50 (IBrX 50 B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50.htm. Acesso em: 28 out. 2022).

[466] O IBrX100 ou Índice Brasil 100 é o indicador sobre o desempenho médio dos 100 ativos mais representativos e negociados do mercado financeiro e de capitais do Brasil. É um índice obtido a partir de uma carteira teórica de ativos (exclusivamente ações e *units*) que precisam estar necessariamente nas 100 primeiras posições do Índice de Negociabilidade da B3 no período de vigência das 3 carteiras anteriores, bem como ter 95% de presença em pregão durante o mesmo período. A carteira teórica de ativos é reformulada observando uma periodicidade de 4 meses (B3. **Market Data e Índices**: Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3). Disponível em:

A elegibilidade dos ativos para composição do ICO2 B3 é restrita a ações e *units* de companhias listadas na B3 que atendem determinados critérios de inclusão: além do pertencimento à carteira IBrX100, são critérios de seleção para a inclusão de ativos a adesão formal ao ICO2 B3 por meio do preenchimento de formulário eletrônico padrão e a divulgação de dados referentes ao inventário anual de GEE nos termos do nível de abrangência e prazos exigidos pela B3.[467]

Por seu turno, os critérios para a exclusão de ativos do ICO2 B3 são: deixar de atender qualquer um dos critérios de inclusão e passar a ser listado em situação especial[468] durante a vigência da carteira.

Desde janeiro de 2022 está em vigor a 12ª carteira do Índice Carbono Eficiente, a maior já registrada para o índice desde sua criação, em 2010. Essa carteira é composta por 67 ações de 64 companhias, que atuam em 29 setores econômicos diversos.[469]

As companhias participantes do ICO2 B3 devem observar as diretrizes estabelecidas pela B3 a respeito da contabilização, quantificação e relato das emissões de GEE. Nesse contexto, têm especial relevância os princípios de contabilidade de GEE para mensuração das emissões empresariais para fins do ICO2, que visam assegurar a veracidade e fidelidade dos dados reportados. São eles: relevância, integralidade, consistência, transparência e acurácia.[470]

Em suma, o mesmo raciocínio empreendido para relacionar a indexação das companhias ao ISE B3 e o potencial de geração de impacto reputacional positivo junto a

---

https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm. Acesso em: 28 out. 2022).

[467] B3. **Metodologia do Índice de Carbono Eficiente**. 7 jul. 2020. p. 4. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022.

[468] São situações especiais os regimes de recuperação judicial ou extrajudicial, ou qualquer outra hipótese definida pela B3 (B3. **Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3**. nov. 2018. p. 8. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

[469] Segundo a B3, "juntas, somam mais de R$ 2,89 trilhões em valor de mercado, 63,64% do valor total de mercado das companhias com ações negociadas na B3, com base no fechamento de 30/12/2021. A carteira anterior, que vigorou em 2021, continha 62 ações, de 58 companhias. [...] O número de setores representados também mudou, atualmente são 29, contra 22 da composição anterior" (B3. **B3 divulga nova carteira do Índice Carbono Eficiente**. São Paulo, 4 jan. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ico2-b3-8AA8D0CD7DB66E03017E253F06077644.htm. Acesso em: 10 out. 2022).

[470] O princípio da relevância visa "assegurar que o inventário reflete apropriadamente as emissões de GEE da empresa"; o princípio da integralidade determina a inclusão, na contabilização e na divulgação, de "todas as fontes e atividades emissoras existentes dentro dos limites estabelecidos nas diretrizes [...]"; o princípio da consistência consiste em "aplicar metodologias consistentes [...], a fim de permitir a comparação coerente entre empresas e entre inventários subsequentes de uma mesma empresa"; o princípio da transparência, por sua vez, impõe "relatar informações de emissões, pressupostos e limitações do inventário de GEE de forma clara, factual, neutra e compreensível"; enquanto o princípio da acurácia objetiva "assegurar que a quantificação das emissões de GEE esteja a mais próxima possível do valor real, e reduzir as incertezas tanto quanto possível" (B3. **Diretrizes para Contabilização, Cálculo e Relato de Emissões de GEE para fins do ICO2**. 2 jun. 2017. p. 3-4. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022).

investidores e a *stakeholders* pode ser aplicado ao ICO2.[471] Além disso, tem-se que ambas inciativas são exemplos claros da atuação da B3 na promoção da agenda de sustentabilidade no Brasil, à medida em que, enquanto ambiente de negociação, criou índices para dar visibilidade às companhias que adotam critérios ESG.

3.2.1.2.3 Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3

No segundo semestre de 2022, a B3 submeteu à audiência pública[472] proposta de anexo ao regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários, com o objetivo de "alinhar as normas da B3 à movimentação regulatória recente – tanto no cenário brasileiro, quanto internacional – relacionada a temas Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa".[473]

A proposta de anexo ao regulamento acima referida contempla medidas a serem adotadas pelas companhias listadas na B3 relacionadas ao aumento da diversidade de gênero e de representatividade de grupos minorizados em cargos de alta liderança, na linha do modelo "pratique ou explique" (as companhias precisam apresentar evidências do cumprimento da prática estabelecida na regra ou explicar justificadamente o motivo de eventual inexecução da prática).[474]

---

[471] Outro dado relevante obtido pela pesquisa conduzida pela *PwC* é o da participação das companhias analisadas em índices de sustentabilidade nacionais, como o ISE e o ICO2, e/ou internacionais. O estudo evidenciou que 26 das 67 companhias que divulgaram relatórios (39%) não participam de nenhum índice vinculado a questões de sustentabilidade, enquanto 16 companhias (24%) participam de ao menos um índice, e 25 companhias (37%) têm suas ações listadas em mais de um índice. Considerando os índices de maneira específica, os resultados apontaram que 6% das companhias estão indexadas ao FTSE4Good; 15% ao DJSI (Índice de Sustentabilidade Down Jones); 42% ao ICO2 B3; e 48% ao ISE B3 (PwC BRASIL, op. cit.).

[472] B3. **Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/processo-de-revisao-do-regulamento-de-emissores.htm. Acesso em: 28 out. 2022.

[473] B3. **Edital de Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/21/E3/C0/52/D19F28101E311E28AC094EA8/20220817_B3%20ASG_Edital%20de%20Audiencia%20Publica.pdf. Acesso em: 15 set. 2022.

[474] A respeito do modelo "pratique ou explique", a B3 manifestou entendimento que "Este modelo preserva a transparência e prestação de contas ao mercado, permitindo o acesso à informação sobre a governança e práticas das companhias, de modo que os investidores e outros stakeholders possam dialogar com a administração a respeito das questões ASG, bem como levar em consideração as informações fornecidas em sua decisão sobre investimento. Esta abordagem impulsiona a familiarização do mercado sobre aspectos ASG e não prejudica a propositura de regras mandatórias em segmentos especiais futura e oportunamente" (B3. **Edital de Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. p. 5. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/21/E3/C0/52/D19F28101E311E28AC094EA8/20220817_B3%20ASG_Edital%20de%20Audiencia%20Publica.pdf. Acesso em: 15 set. 2022).

Nesse contexto, a B3 propõe a adoção de quatro medidas ESG pelas companhias listadas, divididas em (i) composição do conselho de administração (1 medida) e (ii) ajustes nos documentos das companhias para refletir práticas ESG (3 medidas).

A respeito da composição do conselho de administração, a medida proposta pela B3 consiste na eleição de membro do conselho de administração ou da diretoria de, pelo menos, uma mulher e um membro de comunidade minorizada (ou, alternativamente, um administrador que acumule as duas características).[475]

Já as medidas referentes a ajustes nos documentos das companhias consistem em:

(i) estabelecimento, no estatuto social ou em Política de Indicação, de procedimento de indicação de membros do conselho de administração e da diretoria, incluindo critérios de complementariedade de experiências e diversidade em matéria de gênero, orientação sexual, cor ou raça, faixa etária e inclusão de pessoa com deficiência;[476]

(ii) definição, na política ou prática de remuneração, de indicadores de desempenho ligados a temas ou metas ASG (quando a companhia praticar remuneração variável); e

(iii) elaboração e divulgação de documento, aprovado pelo conselho de administração, sobre diretrizes e práticas ASG, contemplando, no mínimo: (a) combate à discriminação, (b) respeito aos direitos humanos e às relações de trabalho, (c) defesa dos animais contra o sofrimento e os maus-tratos, (d) proteção do meio-ambiente contra atividades lesivas, (e) tratamento de resíduos sólidos e produtos químicos e perigosos; bem como mecanismos de

---

[475] De acordo com a minuta de Anexo ao regulamento para listagem, "mulher" significa "qualquer pessoa que se identifique com o gênero feminino, a despeito do sexo designado em seu nascimento" e "comunidade minorizada" significa "qualquer pessoa que (a) se autodeclare "preta" ou "parda", segundo classificação apresentada pelo IBGE, (b) se identifique como integrante da comunidade LGBTQIA+, ou (c) seja considerada pessoa com deficiência, nos termos da Lei 13.146/2015" (B3. **Edital de Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. p. 14. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/21/E3/C0/52/D19F28101E311E28AC094EA8/20220817_B3%20ASG_Edital%20de%20Audiencia%20Publica.pdf. Acesso em: 15 set. 2022).

[476] Sobre esse aspecto, a B3 justifica que "a criação e implementação de um procedimento de indicação que contemple os critérios supramencionados possibilita que a companhia se comprometa, de forma mais efetiva, a trabalhar questões de diversidade na composição de seus órgãos de administração. Viabiliza-se, assim, que seja incorporada essa prática na governança do emissor e, até mesmo, que se fomente a reflexão sobre a implementação de objetivos de diversidade e inclusão adicionais aos propostos por meio da Medida ASG 1 do Anexo" (B3. **Edital de Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. p. 8. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/21/E3/C0/52/D19F28101E311E28AC094EA8/20220817_B3%20ASG_Edital%20de%20Audiencia%20Publica.pdf. Acesso em: 15 set. 2022).

governança corporativa e *compliance* que indiquem como tais diretrizes e práticas são implementadas na companhia.

As medidas constantes da proposta de anexo ao regulamento para listagem foram inspiradas em exemplos semelhantes promovidas por entes reguladores e bolsas de valores de outras jurisdições tendo a B3 levado em consideração iniciativas implementadas pela *Financial Conduct Authority* (Reino Unido), Nasdaq *Stock Market* (EUA), *Australian Securities Exchange* (Australia), Hong Kong *Exchanges and Clearing Market* (China), *Tokyo Stock Exchange* (Japão) e *Singapore Exchange* (Singapura) e buscam influenciar mudança nos seguintes índices:

> Atualmente, de 423 companhias listadas, aproximadamente 60% não têm nenhuma mulher entre seus diretores estatutários, e 37% não possuem participação feminina no conselho de administração, segundo levantamento feito pela B3 neste ano [...] Não há, na base de dados reportada hoje pelas companhias, dados sobre raça e etnia, mas um levantamento entre as 73 empresas que participaram do processo seletivo do ISE B3 mostra o quanto é necessário avançar: 79% delas responderam ter entre 0 e 11% de pessoas negras em cargos de diretoria, e 78% declararam ter entre 0 e 11% de pessoas negras em cargos de C-level.[477]

Com implementação das mudanças propostas no âmbito da audiência pública, entende-se que existirá incentivo para que as companhias listadas na B3 adotem as práticas sugeridas, tidas como parâmetro de conduta esperado pelos agentes do mercado, ao passo em que se cria, por outro lado, certo constrangimento para as companhias que não adotem tais práticas, uma vez que terão que justificar a razão de sua opção.

De acordo com Viviane Basso, a proposta é mais um esforço no sentido de estimular a transformação no mercado financeiro em prol de práticas mais alinhadas à sustentabilidade:

> Entendemos como papel da B3 também ajudar a induzir mudanças e avanços no mercado financeiro. O tema da diversidade é um dos que precisamos priorizar, e acreditamos que a implantação das melhores práticas deve ocorrer de maneira progressiva, com prazos que permitam a necessária evolução da diversidade dentro das companhias. Mesmo na questão da participação feminina, que a sociedade debate há mais tempo, constata-se que grande parte das empresas listadas ainda não possui nenhuma mulher em suas diretorias estatutárias e conselhos de administração.[478]

---

[477] B3. **Empresas listadas em bolsa terão regras para aumentar diversidade em diretoria e conselhos de administração**. São Paulo, 17 ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/audiencia-publica-asg.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

[478] B3. **Empresas listadas em bolsa terão regras para aumentar diversidade em diretoria e conselhos de administração**. São Paulo, 17 ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/audiencia-publica-asg.htm. Acesso em: 15 set. 2022.

Após a publicação do edital da audiência pública, a B3 recebeu elevada quantidade de mensagens anônimas criticando a iniciativa de forma pejorativa.[479] Em defesa da proposta, Marina Copola registrou que:

> Como se pode ver, a proposta está longe de ser uma tentativa da B3 de invadir a liberdade dos acionistas na escolha dos administradores. Ela é, ao invés disso, fruto do reconhecimento, pela Bolsa, de que indivíduos integrantes daqueles grupos são hoje subrepresentados no universo das sociedades anônimas abertas brasileiras, e que a identificação (e redução) dessas disparidades vai ao encontro de uma agenda ESG que é de interesse crescente de investidores, sobretudo internacionais.[480]

No âmbito da audiência pública, a B3 recebeu 39 manifestações com comentários à proposta de modificação do regulamento para listagem. Até a conclusão da elaboração desta tese, não foi divulgado relatório da audiência pública nem foi promovida alteração no referido regulamento.

Por todo o exposto na seção 3.2.1.2 e seções dela integrantes, demonstrou-se o relevante papel desempenhado pela B3 como fomentadora de práticas ESG por companhias listadas. O reconhecimento e o fortalecimento do tema ESG pela B3 estão presentes em várias de suas iniciativas, em especial a elaboração e manutenção de índices de ações voltados a aspectos socioambientais e de governança, bem como a recente iniciativa de reforma do regulamento de listagem.

3.3 Normas relacionadas ao tema ESG incorporadas ao ordenamento jurídico

A tendência de crescimento do interesse da sociedade em geral sobre a adoção de estratégias ESG pelas companhias tem servido como estímulo à divulgação dos esforços estão sendo empreendidos pelas companhias para atender às demandas e expectativas dos seus diversos *stakeholders*.

Embora já exista panorama regulatório em torno da temática da sustentabilidade, no que concerne às exigências ESG existe a percepção de que a regulação atual ainda se mostra

---

[479] Segundo a B3, "foram recebidos 118 e-mails com expressões inapropriadas – de baixo calão, ironias, ofensas, insultos e/ou contendo mensagem misógina, homofóbica ou racista" (B3. **Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/processo-de-revisao-do-regulamento-de-emissores.htm. Acesso em: 15 set. 2022).

[480] COPOLA, Marina. Consulta pública da B3 sobre diversidade em conselhos é alvo de insultos. **O Globo**. 5 out. 2022. Disponível em: https://oglobo.globo.com/blogs/capital/post/2022/10/consulta-publica-da-b3-sobre-diversidade-em-conselhos-e-alvo-de-insultos.ghtml. Acesso em: 28 out. 2022.

incipiente e imprecisa,[481] falhando em prevenir, sobretudo, situações de omissão de informações e práticas de *greenwashing*.[482]

Com efeito, os impactos de ordem financeira e não financeira ligados aos fatores ESG justificam que sejam envidados esforços para tornar as práticas ESG mais concretas, até mesmo do ponto de vista da segurança jurídica que pode ser oferecida pela regulação adequada sobre a integração das questões ESG pelas companhias.

Por conseguinte, esta seção será dedicada à análise da abordagem de questões relacionadas à temática ESG pela legislação brasileira, perpassando as normas previstas em lei, as editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, as aplicáveis ao setor bancário, editadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil, bem como as aplicáveis às entidades fechadas de previdência complementar, editadas Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Cabe, no entanto, advertir desde já que, conforme já expressado na Seção 1, entende-se que práticas ESG propriamente ditas correspondem a atos de responsabilidade social corporativa, uma vez que o cumprimento disposição legal consiste em estrito exercício do dever de legalidade.

Logo, as menções a lei constantes desta seção são feitas com o objetivo de identificar dispositivos legais que dialogam com o tema ESG. Na prática, tem-se notado que a observância e cumprimento de tais normas têm sido reportados como práticas ESG, com viés de controle de risco.

---

[481] Yun Ki Lee argumenta que "É certo que não se tem notícia, ao menos ainda, de um *Codex Iuris ESG*, um *General ESG Regulation* ou uma Lei Geral de ESG, mas é inegável que os valores do ESG já se encontram agasalhados em normas jurídicas, sob a forma de princípios norteadores dos ordenamentos legais, que é como valores costumam adentrar em sistemas normativos", chamando atenção para o arcabouço jurídico que pode ser descortinado a partir dos princípios previstos na Constituição Federal de 1988, os quais projetam seus efeitos para a legislação infraconstitucional em matérias como direito ambiental, direitos sociais e governança. O autor destaca como primordiais os três princípios a seguir: "a dignidade da pessoa humana, o bem-estar e o bem de todos, presentes tanto na Declaração Universal dos Direitos Humanos (DUDH) quanto na Convenção Americana sobre Direitos Humanos – Pacto de San José da Costa Rica (CADH) e na Convenção Europeia dos Direitos do Homem / Direitos Humanos (CEDH), bem como na Constituição Federal de 1988 (CF/1988)", sustentando que "um arcabouço normativo com esses marcos legais já seria suficiente para oferecer um caminho jurídico integrador e seguro para as práticas ESG" (LEE, Yun Ki. Marcos Legais do ESG. **Jota**, 18 abr. 2022. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/praticas-esg/marcos-legais-do-esg-18042022. Acesso em: 11 out. 2022).

[482] É importante salientar que tal preocupação em torno do tema "*greenwashing*" se dá tanto no âmbito da regulação como no campo da autorregulação. Nesse sentido: "A preocupação com o *greenwashing* tem feito com que alguns mercados comecem a regular o tema e punir os infratores, ainda que de modo incipiente. No ambiente de autorregulação, esse movimento também tem sido notado. Há um movimento recente do órgão global de reguladores de valores mobiliários, a IOSCO, no sentido de chamar a atenção dos reguladores para intensificar esforços no combate ao *greenwashing*" (IBGC. **Mapeando a regulação sobre *disclosure* ESG para companhias de capital aberto em mercados desenvolvidos**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2022. p. 9).

Embora se reconheça que uma das diversas conceituações de ESG presente na literatura seja a de práticas de controle de risco (como será desenvolvido na Seção 4.3 a seguir), registra-se que essa não é a conceituação considerada mais adequada para os fins desta tese, tendo em vista que o controle de riscos é abrangido pelo dever de diligência e pelo princípio da precaução ambiental, como já desenvolvido na Seção 2.3.

3.3.1 Disposições previstas em lei

Em que pese a inexistência de lei que imponha a adoção de determinada medida ESG pelas companhias, é possível identificar disposições legais em torno de cada um dos eixos que compõem o acrônimo – ambiental, social e governança.

O objetivo desta seção é demonstrar que já existem algumas leis em vigor no Brasil que tratam de temas afetos ao ESG. No entanto, por se tratar de norma legal em vigor, seu cumprimento pelas companhias não deverá ser confundido com adoção de medida ESG, justamente porque, para fins desta tese, entende-se por medida ESG as ações de responsabilidade social corporativa praticadas pelas companhias que vão além do mero cumprimento de determinação legal.

Assim, o conhecimento das leis que tratam de questões ambientais, sociais e de governança pode contribuir, inclusive, para auxiliar na classificação de determinada medida empreendida por companhia como sendo cumprimento do dever de legalidade ou prática ESG propriamente dita.

A respeito do tema ambiental, cabe mencionar, a título exemplificativo, a Lei nº 6.938/1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente – PNMA; a Lei nº 9.605/1998 (Lei dos Crimes Ambientais); a Lei nº 12.114/2009, que disciplina o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima – FNMC; a Lei nº 12.187/2009, que institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima – PNMC; a Lei nº 12.305/2010, que institui a Política Nacional de Resíduos Sólidos – PNRS; a Lei nº 12.651/2012 (Lei de Proteção à Vegetação Nativa, que ficou popularmente conhecida como “Novo Código Florestal”); e a Lei nº 13.576/2017, que institui a Política Nacional de Biocombustíveis (Renovabio).

Cabe ressaltar que a Lei dos Crimes Ambientais se aplica a quem, de qualquer forma, concorre para a prática dos crimes nela previstos, bem como ao diretor, o administrador, o membro de conselho e de órgão técnico, o auditor, o gerente, o preposto ou mandatário de pessoa jurídica, que, sabendo da conduta criminosa de outrem, deixar de impedir a sua prática, quando podia agir para evitá-la. Há previsão, ainda, de responsabilidade

administrativa, civil e penal das pessoas jurídicas nos casos em que a infração seja cometida por decisão de seu representante legal ou contratual, ou de seu órgão colegiado, no interesse ou benefício da entidade.

Esse aspecto é relevantíssimo, porquanto gera a necessidade de as companhias efetivamente gerenciarem riscos decorrentes de suas atividades relacionados à esfera ambiental, sob pena de, em caso de infração, responsabilização tanto da pessoa jurídica, quanto das pessoas físicas envolvidas no delito.

Novamente, chama-se a atenção para o fato de que medidas com o escopo de controle de risco tendem a ser divulgadas como prática ESG pelas companhias, mas, em verdade, consistem em nada mais que exercício dos deveres de diligência e de legalidade, com vistas ao cumprimento de obrigação legal, efetivação do princípio da precaução ambiental e mitigação de prejuízos decorrentes de eventual descumprimento de lei ou potencial geração de dano.

Vale mencionar, também, que a Política Nacional de Biocombustíveis (Renovabio), com vistas à redução das emissões de GEE e à promoção da segurança energética no Brasil, é inspirada em iniciativas bem-sucedidas internacionalmente e está estruturada em três eixos básicos: (i) proposição de meta decenal de descarbonização para o setor de transporte; (ii) estabelecimento de mecanismo de valoração do carbono que deixou de ser emitido no processo de substituição da energia fóssil por energia renovável; e (iii) vinculação entre a eficiência energético-ambiental da produção e a receita que pode ser auferida com a venda de CBios.[483]

No que diz respeito ao tema "social", vale mencionar que, de acordo com a Lei nº 8.213/1991, as sociedades empresárias são obrigadas a contratar para seus quadros de funcionários determinado percentual de pessoas com deficiência (PCD). Esse parâmetro é variável, a depender do porte da organização e do número de funcionários.[484]

A Lei nº 13.146/2015 (Estatuto da Pessoa com Deficiência), por seu turno, consiste em importante marco legal para a efetividade da inclusão social no país. Dentre diversas

---

[483] FARINA, Elizabeth; RODRIGUES, Luciano. **A Política Nacional de Biocombustíveis e os ganhos de eficiência no setor produtivo**. Caderno Opinião. FGV Energia: mar. 2018. p. 5. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/. Acesso em: 8 out. 2022. A Lei nº 13.576/2017 criou os chamados Créditos de Descarbonização (CBios), que devem ser emitidos pelos produtores ou importadores de biocombustíveis, em consonância com as metas estabelecidas pelo governo, com intuito de reduzir as emissões de carbono na matriz de transportes do país.

[484] O artigo 93 da Lei n° 8.213/1991 (cuja redação foi alterada pela Lei n° 13.146/2015 – Estatuto da Pessoa com Deficiência) determina que a sociedade empresária com 100 ou mais empregados deve preencher "de 2% (dois por cento) a 5% (cinco por cento) dos seus cargos com beneficiários reabilitados ou pessoas portadoras de deficiência, habilitadas", observadas as proporções indicadas nos incisos I a IV, a saber: (i) até 200 empregados – 2%; (ii) de 201 a 500 – 3%; (iii) de 501 a 1.000 – 4%; e (iv) de 1.001 em diante – 5%.

determinações, o estatuto conta com um capítulo inteiro dedicado ao direito ao trabalho das pessoas com deficiência.

Já no que compete ao tema "governança", pode-se mencionar a Lei nº 12.846/2013 (conhecida como "Lei da Empresa Limpa" ou "Lei Anticorrupção"); a Lei nº 13.303/2016 (Lei das Estatais, no que diz respeito às sociedades de economia mista) e a Lei nº 13.709/2018 (Lei Geral de Proteção de Dados).

Cumpre destacar que a Lei Anticorrupção dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas, nesse caso, por condutas lesivas à administração pública em âmbito nacional ou no estrangeiro.

A Lei das Estatais é relevante sob o ponto de vista ESG justamente em função do estabelecimento de diretrizes relacionadas à gestão de risco, à governança corporativa e *compliance*, aplicáveis às empresas públicas, sociedade de economia mista e, em alguns casos, por suas subsidiárias. Além disso, a lei determina que as referidas entidades divulguem anualmente Relatório Integrado ou de Relatório de Sustentabilidade, bem como adotem práticas de sustentabilidade ambiental e de responsabilidade social corporativa compatíveis com o mercado em que atuam.

3.3.2 Regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários

No âmbito da sua competência para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil, a CVM tem tomado medidas no sentido de assegurar publicidade de práticas ESG ou aspectos relacionados ao tema desempenhados por companhias, além de recentemente ter editado o novo "marco regulatório" dos fundos de investimento, que contempla regras de divulgação de informações direcionadas a fundos ou classe de cotas cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança.

Se, por um lado, a CVM não pode criar obrigações para seus regulados que não decorram de lei (uma vez que não possui competência legislativa, mas tão somente regulamentar), por outro, é perfeitamente legítimo que a CVM promova o *full disclosure* referente a questões socioambientais entre seus regulados, de modo que evidenciem quais medidas estão implementando nesse sentido ou, eventualmente, que não estão tomando qualquer iniciativa nessa seara.

Nessa linha, destaca-se a Resolução CVM n° 80/2022, que dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

O Anexo C da Resolução CVM n° 80/2022 estabelece o conteúdo do Formulário de Referência (documento por meio do qual são prestadas informações periódicas pelas companhias abertas), que contempla o fornecimento das seguintes informações relacionadas a aspectos ESG:

(i) na seção 4 (fatores de risco), item 4.1.j, devem ser descritas as questões socioambientais que constituem fatores de risco que podem influenciar a decisão de investimento;

(ii) na seção 7 (atividades do emissor), item 7.5.b, devem ser descritos os efeitos relevantes da regulação estatal sobre as atividades do emissor, comentando especificamente a política ambiental do emissor e custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental e, se for o caso, de outras práticas ambientais, inclusive a adesão a padrões internacionais de proteção ambiental; e

(iii) na seção 7 (atividades do emissor), item 7.8, dedicado a "políticas socioambientais" e aplicável obrigatoriamente apenas às companhias registradas na "Categoria A" (embora seja de cumprimento facultativo pelas companhias registradas na "Categoria B"), deve ser indicado se o emissor divulga informações sociais e ambientais, qual metodologia é utilizada na elaboração dessas informações, se essas informações são auditadas ou revisadas por entidade independente e a página na rede mundial de computadores onde podem ser encontradas essas informações.[485]

Assim, a partir de 2023, as companhias abertas registradas na "Categoria A" passarão a informar se utilizam indicadores e métricas de ESG para avaliação de desempenho, bem como disponibilizar informações sobre fatores de risco socioambientais e se as informações divulgadas foram auditadas.[486]

---

[485] A respeito do conteúdo do Formulário de Referência relacionado a práticas ASG, a CVM se manifestou no seguinte sentido: "Em relação às informações sobre práticas ASG que passam a ser exigidas no Formulário de Referência, [...] podemos destacar [...] a necessidade do emissor indicar qual o tipo de relatório utilizado para divulgação de informações ASG, metodologia ou padrões seguidos, se o relatório é auditado ou revisado, se o relatório considera os ODS, se considera as recomendações do TCFD ou de outras entidades reconhecidas que sejam relacionadas as questões climáticas, se o emissor realiza inventário dos GEE, usando o conceito 'pratique ou explique'" (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS. **A Agenda ASG e o Mercado de Capitais**. Uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro: CVM, 2022. p. 26).

[486] LEE, Yun Ki. Marcos Legais do ESG. **Jota**, 18 abr. 2022. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/praticas-esg/marcos-legais-do-esg-18042022. Acesso em: 11 out. 2022. As informações referentes ao item 7.8 do Formulário de Referência somente serão exigíveis a partir de 2023 em razão de tal conteúdo ter sido incluído no referido formulário em 2022 pela Resolução CVM n° 59/2022, cuja vigência se

A esse respeito a CVM consignou expressamente em seu último Relatório de Gestão a crescente relevância da pauta ESG. Veja-se:

> Outro tema que ganhou relevância no último exercício, em linha com os anos anteriores, e cujo movimento de crescimento deverá continuar, é a agenda Environmental, Social and Governance (ESG), atraindo um número cada vez maior de projetos e investidores interessados nessa direção de investimentos. Essa agenda vem impulsionando o desenvolvimento de uma regulação específica, promovida pela CVM. Nesse sentido, a Autarquia editou a Resolução CVM 59, em 22/12/21, a qual alterou a Instrução CVM 480, trazendo inovações substanciais sobre o regime informacional de emissores de valores mobiliários, com destaque para a transparência de informações ESG.[487]

Além disso, as companhias abertas registradas na "Categoria A" devem divulgar, ainda, informações sobre a adoção das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (CBGC), seguindo o método "pratique ou explique".

O interesse pela temática ESG também se verifica no âmbito da indústria de fundos de investimento brasileira,[488] que, até o final de 2022, não possuía qualquer parâmetro regulatório sobre a matéria.

A inexistência de abordagem do tema na regulamentação era objeto de críticas, como a de Ana Luci Grizzi, que salientou que o Brasil estaria caminhando na contramão da experiência internacional em matéria de regulação ESG, sinalizando uma postura de descaso em relação aos anseios dos investidores pela disponibilização de dados qualitativos a respeito de riscos e oportunidades ESG no mercado brasileiro.[489]

---

inicia em janeiro de 2023. Cabe esclarecer que o conteúdo do Formulário de Referência constava originalmente como anexo da Instrução CVM n° 480/2009; em dezembro de 2021 o conteúdo do formulário foi alterado pela Resolução CVM n° 59/2021; em março de 2022 foi editada a Resolução CVM n° 80/2022, que revogou a Instrução CVM n° 480/2009, passando a substituí-la; e, por fim, em setembro de 2022 foi editada a Resolução CVM n° 168/2022, que promoveu alterações na Resolução CVM n° 80/2022.

[487] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de gestão do exercício de 2021**. Rio de Janeiro: CVM, 2022, p. 39. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-2021.pdf. Acesso em 1° abr. 2022.

[488] Nesse sentido, por conta de tal "ampla e avançada utilização por investidores dos critérios aplicáveis para a análise de investimentos e produtos financeiros em todo o mundo, há uma crescente preocupação dos reguladores em como os administradores estão avaliando os riscos, as oportunidades e os impactos sustentáveis neste tipo de investimento. Outra preocupação radica em que as informações divulgadas sejam consistentes, passíveis de comparação e úteis para uma tomada de decisão informada pelos investidores. Além disso, objetiva-se que haja uma uniformização da terminologia utilizada no setor" (ARARIPE, Jéssica de Alencar; ZELMANOVITS, Nei, op. cit., p. 1).

[489] Uma síntese da crítica empreendida pode ser extraída do seguinte trecho: "A atualização proposta para a 480 está restrita aos dados ESG a serem divulgados por emissores e, mesmo assim, é um passo minúsculo para assegurar qualidade, clareza, confiabilidade e consistência desses dados. Certamente, nas bases propostas pela audiência pública, investidores continuarão desprovidos de dados sobre riscos e oportunidades ESG suficientes para tomar decisões de investimento embasadas. Onde ficam as ações recomendadas pela IOSCO? Onde fica a

Não obstante, em dezembro de 2020 a CVM havia submetido a audiência pública[490] minuta de resolução tendo por objetivo modernizar a regulação dos fundos de investimentos, sistematizando as inovações introduzidas no ordenamento jurídico pela Lei nº 13.874/2019 (a Lei da Liberdade Econômica). A norma decorrente da minuta consistiria em novo marco regulatório dos fundos de investimento no Brasil, substituindo a Instrução CVM nº 555/2014, que dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação das informações de fundos de investimento em geral e a Instrução CVM nº 356/2002, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).

No bojo dessa alteração regulatória, a CVM havia proposto, exclusivamente no que diz respeito aos FIDCs, regulamentar a utilização do termo "socioambiental" na denominação do fundo, que somente poderia ser utilizada pelo FIDC que "invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais", determinando, ainda, que a originação dos benefícios socioambientais "deve ser verificada a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim".[491]

Nota-se, portanto, que a ideia inicial da CVM era começar a regulamentação dos fundos de investimento no que tange à temática ESG pelos FIDCs. Porém, as manifestações apresentadas no âmbito da referida audiência pública sinalizaram o interesse do mercado de que a norma abrangesse todos os tipos de fundo de investimento.[492]

Nesse contexto, em 23 de dezembro de 2022, foi editada a Resolução CVM nº 175/2022, que consiste no novo marco regulatório sobre a constituição, o funcionamento e a

---

fiscalização proativa de dados ESG já divulgados ao mercado por emissores ou os rótulos auto atribuídos de fundos ESG/sustentáveis? (Exceção para os 555 associados da Anbima, que estarão sujeitos a cumprir sua autorregulação a partir de janeiro de 2022). Por que provedores de dados ESG, incluídos aqui os provedores de opiniões de segunda parte e certificações de terceira parte, e ratings ESG continuarão sem regulação efetiva? Por que não há direcionamento claro sobre questões ESG serem parte do dever fiduciário de administradores lato sensu, impulsionando a incorporação da agenda ESG na pauta da liderança e conduzindo nosso mercado de capitais rumo à transição para a economia de baixo carbono? Ações nessa linha já foram tomadas pelo Banco Central do Brasil, com a incorporação dos vieses ambiental, climático e social na gestão de risco prudencial. Todas essas ações conduziriam nosso mercado de capitais ao patamar da credibilidade, da consistência, da clareza e da comparabilidade de dados sobre riscos e oportunidades ESG. Nosso passo para acesso a capital mais qualificado, resiliente e de longo prazo estaria dado" (GRIZZI, Ana Luci. CVM vai na contramão do mundo e fica para trás em regulação ESG. **Portal Reset**, 15 dez. 2021. Disponível em: https://www.capitalreset.com/cvm-vai-na-contramao-do-mundo-e-fica-para-tras-em-regulacao-esg/. Acesso em: 12 out. 2022).

[490] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM n° 08/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 29 out. 2022.

[491] Cf. artigo 4° do Anexo II da Minuta de Resolução divulgada no âmbito da Audiência Pública SDM n° 08/2020.

[492] SCHINCARIOL, Juliana. **CVM estuda estender norma ESG a todos os tipos de fundos**. Valor Econômico, Rio de Janeiro, 27 de abril de 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/04/27/cvm-deve-estender-norma-esg-a-todos-os-tipos-de-fundos.ghtml. Acesso em: 12 out. 2022.

divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos.

Especificamente no que diz respeito à temática ESG, em atenção às manifestações do mercado acima mencionadas, a CVM optou por estender o alcance das disposições inicialmente direcionadas apenas aos FIDC para todas as categorias de fundos de investimento.

Segundo consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n° 08/2020, a abordagem adotada na Resolução CVM nº 175/2022 possui escopo eminentemente informacional, estabelecendo informações que devem ser divulgadas por fundos ou classes de cotas cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como "ESG", "ASG", "ambiental", "verde", "sustentável" ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis.[493]

Ainda nos termos do mencionado Relatório, entendeu a CVM ser "mais prudente aguardar o consenso em torno das boas práticas em escala global antes de, eventualmente, avançar na regulamentação da matéria no mercado brasileiro de modo mais invasivo, para além do *disclosure*".[494]

Assim, nos termos da Resolução CVM nº 175/2022, caso o fundo ou classe de cotas possua denominação com referência a fatores ESG: (i) seu regulamento deve disciplinar a matéria, inclusive no tocante à prestação de informações aos investidores;[495] (ii) o material de divulgação deve informar se a originação de benefícios socioambientais positivos faz parte da política de investimentos ou se o objetivo do fundo é somente integrar fatores ESG à gestão

---

[493] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n° 08/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 10 jan. 2023.

[494] Idem.

[495] Art. 49 da Resolução CVM nº 175/2022: "O regulamento do fundo e o anexo descritivo da classe de cotas cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como 'ESG', 'ASG', 'ambiental', 'verde', 'social', 'sustentável' ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis, deve estabelecer: I – quais os benefícios ambientais, sociais ou de governança esperados e como a política de investimento busca originá-los; II – quais metodologias, princípios ou diretrizes são seguidas para a qualificação do fundo ou da classe, conforme sua denominação; III – qual a entidade responsável por certificar ou emitir parecer de segunda opinião sobre a qualificação, se houver, bem como informações sobre a sua independência em relação ao fundo; e IV – especificação sobre a forma, o conteúdo e a periodicidade de divulgação de relatório sobre os resultados ambientais, sociais e de governança alcançados pela política de investimento no período, assim como a identificação do agente responsável pela elaboração do relatório. Parágrafo único. Caso a política de investimento integre fatores ambientais, sociais e de governança às atividades relacionadas à gestão da carteira, mas não busque originar benefícios socioambientais, fica vedada a utilização dos termos referidos no caput, devendo o regulamento dispor acerca da integração dos referidos fatores à política de investimento".

da carteira;[496] e (iii) os prospectos de distribuição de cotas de classes fechadas devem trazer informações sobre a matéria.[497]

3.3.3 Regras editadas pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, sendo, assim, responsável pela formulação da política da moeda e do crédito, com vistas ao alcance e à manutenção da estabilidade da moeda e do desenvolvimento econômico e social do Brasil.

Por seu turno, o Banco Central do Brasil (BCB) é uma autarquia de natureza especial, instituída pela Lei nº 4.595/1964 e cuja autonomia foi estabelecida com a edição da Lei Complementar nº 179/2021, responsável, dentre outras previsões, pela manutenção da inflação em níveis baixos e estáveis; pela garantia de um sistema financeiro sólido, seguro e eficiente e pelo gerenciamento do dinheiro em espécie circulante no Brasil.

Por conseguinte, tais entes possuem competência regulatória para a edição de regras aplicáveis ao setor bancário brasileiro. Nesse âmbito, já existem normativos que consideram aspectos ESG. Sobretudo a partir de 2021, por conta do "desenvolvimento de uma família de normas para a criação de políticas, gestão de riscos e reporte das instituições financeiras no que tange à integração ESG ao processo de tomada de decisão financeira",[498] conforme pode ser observado na síntese abaixo.

A Resolução CMN nº 3.876/2010 dispõe sobre a vedação da disponibilização de crédito rural para pessoas físicas e jurídicas inscritas no "Cadastro de Empregadores que tenham submetido trabalhadores a condições análogas à de escravo".

Por sua vez, a Resolução CMN nº 4.327/2014 dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas no estabelecimento e na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo

---

[496] Art. 60 da Resolução CVM nº 175/2022: "O material de divulgação que contiver menção a fatores ambientais, sociais ou de governança deve informar, de modo objetivo, se o fundo ou a classe: I – possui uma política de investimentos que busca originar benefício socioambiental; ou II – integra os fatores socioambientais à política de investimentos, sem, contudo, buscar a originação de benefício socioambiental".

[497] Art. 138 da Resolução CVM nº 175/2022: "O Anexo C à Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, passa a vigorar com a seguinte redação: "Informações do Prospecto [...] 3.4 Se o título ofertado for qualificado pelo emissor como 'verde', 'social', 'sustentável' ou termos correlatos, informar: a) quais metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos foram seguidos para qualificação da oferta conforme item acima; b) qual a entidade responsável pela averiguação acima citada e tipo de avaliação envolvida; c) obrigações que a oferta impõe quanto à persecução de objetivos 'verdes', 'sociais', 'sustentáveis' ou termos correlatos, informando metodologias, princípios ou diretrizes; e d) especificação sobre a forma, a periodicidade e a entidade responsável pelo reporte acerca do cumprimento de obrigações impostas pela oferta quanto à persecução de objetivos 'verdes', 'sociais', 'sustentáveis' ou termos correlatos, conforme a metodologia, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos".

[498] ABBC, op. cit., p. 21.

Banco Central do Brasil. Já a Resolução CMN nº 4.557/2017 trata, dentre outros temas, da estrutura de gerenciamento de riscos socioambientais objeto da Resolução CMN nº 4.327/2014.

A Resolução CMN nº 4.695/2018, por seu turno, alterou a Resolução CMN nº 3.922/2010 para que esta passasse a prever o estímulo à comprovação da consideração, pelas gestoras de investimentos atuantes na gestão de recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social, de aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança.

No âmbito do pacote de atos regulatórios publicados a partir de 2021, tem-se a Resolução CMN nº 4.945/2021, que determina que as Instituições Financeiras que atuam no mercado brasileiro serão obrigadas a elaborar e manter uma Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC), a qual deverá estabelecer princípios sustentáveis para seus negócios. Dentre outras, a Resolução traz as seguintes exigências:[499] (i) inclusão de investidores na lista de *stakeholders*, junto aos clientes, funcionários, fornecedores etc.; (ii) nomeação de um diretor estatutário como responsável pela implantação da PRSAC; (iii) existência de um Conselho para supervisionar as questões ESG; (iv) existência de um comitê para tratar de aspectos ESG; (v) revisão da PRSAC em período máximo de 3 anos.

A Resolução CMN nº 4.943/2021, por sua vez, trata essencialmente da gestão integrada de riscos. Nesse sentido, dispõe sobre o conjunto de sistemas e processos voltados às atividades de avaliação, classificação e gestão de riscos sociais, ambientais e climáticos junto aos clientes das instituições no âmbito dos diversos produtos e serviços a eles oferecidos.

Tal Resolução é particularmente relevante em função de ter representado fortalecimento de uma abordagem de monitoramento e supervisão mais prescritiva, uma vez que "definiu, pela primeira vez, os fatores socioambientais e climáticos que devem fazer parte da análise e gestão de riscos das instituições financeiras".[500]

O conjunto representado pela Resolução BCB nº 139/2021 e Instrução Normativa nº 153/2021 determina divulgação de Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC), independentemente do segmento e da estrutura de produtos e serviços relativos à instituição financeira. A periodicidade do relatório será anual e sua data-base foi fixada como 31 de dezembro de cada ano, a partir de 2023.

---

[499] ABBC, loc. cit.

[500] São exemplos de riscos listados pela Resolução 4.943/2021: práticas contra a fauna e a flora (risco ambiental); riscos físicos de perdas ocasionadas direta ou indiretamente por eventos associados a condições ambientais extremas (risco climático); e assédio e discriminação (risco social) (Ibidem, p. 21-22).

Com vistas à facilitação do cumprimento dessa exigência e da análise das informações prestadas, o BCB elaborou modelos padronizados para que tal relatório seja elaborado pelas instituições financeiras, devendo sua divulgação ocorrer em até 90 dias após encerramento do ano.[501]

Os principais dados que deverão constar nos relatórios de informações sociais, ambientais e climáticas instituídos pelo BCB são: (i) estrutura de governança e função de supervisão do Conselho; (ii) processo de gestão e exposição de risco; (iii) oportunidades no desenvolvimento de produtos e serviços voltados ao financiamento da transição para economia de baixo carbono; (iv) métricas utilizadas para avaliar os aspectos ESG; e (v) estratégia voltada à integração de fatores ESG nas operações e nos processos de tomada de decisão.

Por fim, cabe mencionar a Resolução BCB nº 140/2021, por meio da qual o Banco Central aumentou as restrições à concessão de crédito rural baseadas em análise de riscos ambientais, climáticos e sociais, que deverão ser observadas pelas instituições financeiras.

Dentre tais restrições, pode-se citar, por exemplo a vedação à concessão de crédito a produtor não inscrito no Cadastro Ambiental Rural (CAR) ou cuja inscrição tenha sido cancelada; e a inscritos no cadastro de empregadores que mantiveram trabalhadores em condições análogas à escravidão.

3.3.4 Regras editadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC é uma autarquia federal de natureza especial, regulada pelo Decreto nº 8.992/2017, responsável pela fiscalização das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC). Significa dizer que a PREVIC tem a competência para supervisionar o funcionamento dos chamados “fundos de pensão”, atuando de maneira a resguardar os interesses dos participantes dos planos de benefício administrado pelas EFPC.

[501] Para os primeiros anos de vigência dessa obrigatoriedade, o BCB se preocupou em conferir maior flexibilidade para as instituições financeiras no que tange ao período de adaptação às formas de coleta de dados e elaboração dos relatórios (Ibidem, p. 24).

Em relatório sobre a abordagem ESG no âmbito das EFPCs, a PREVIC sinalizou que o tema ESG "também tem sido monitorado pelos reguladores das entidades de previdência complementar no mundo, por estas instituições serem grandes investidores institucionais".[502]

O objetivo precípuo desse monitoramento é compreender como esses critérios podem ser aplicados ao processo de alocação de recursos pelas EFPC. Na esteira desse movimento, a PREVIC já desempenha sua atividade regulatória tratando de temas ESG aplicáveis à EFPCs.[503]

No âmbito do mencionado relatório, a PREVIC registra a evolução normativa a respeito da aplicação de fatores ESG às práticas das EFPC da seguinte forma:

> 24. As diretrizes ASG figuraram pela primeira vez no ordenamento regulatório da previdência complementar fechada no art. 16 da Resolução CMN nº 3.792, de 25 de setembro de 2009, que inseriu entre os itens mínimos das políticas de investimento das EFPC "a observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental".
> 25. Contudo ao longo dos últimos anos, o mercado ampliou a discussão e também as iniciativas em relação à temática e as diretrizes ASG ganharam maior ênfase com a edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.661, de 2018 (Res. CMN nº 4.661, de 2018), que preconizou a necessidade de, sempre que possível, de aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental e social na análise de riscos que precede a aquisição de ativos.
> 26. Desde então, a Previc vem inserindo de forma gradativa dispositivos em seus normativos, para estimular e orientar os gestores das EFPC a adotarem processos decisórios de investimentos baseados em análises que contemplassem critérios ASG.[504]

Nesse contexto, a Instrução Previc nº 12/2019 foi editada com vistas a "disciplinar os procedimentos de terceirização de gestão, determinando regras para a seleção e o monitoramento de administração de carteiras de valores mobiliários e de fundos de investimento". Não obstante a ausência a referências explícitas a diretrizes ESG, o artigo 2º, VIII, contempla regras relacionadas à governança e integridade na contratação dos

---

[502] PREVIC. **Relatório Completo ASG**: panorama de utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC. 2021. p. 6. Disponível em: https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/pesquisa-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg-1-1.pdf. Acesso em: 12 out. 2022.

[503] Observa-se que, na esteira da adequação de seus atos normativos em torno das diretrizes ESG, a PREVIC também atualizou, em 2019, o "Guia de Melhores Práticas em Investimento", inserindo seção específica sobre diretrizes ESG (PREVIC. **Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na previdência complementar fechada**. 2019. p. 17-19. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/novo-guia-previc-melhores-praticas-de-investimentos.pdf/view. Acesso em: 12 out. 2022).

[504] PREVIC. **Relatório Completo ASG**: panorama de utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC. 2021. p. 8. Disponível em: https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/pesquisa-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg-1-1.pdf. Acesso em: 12 out. 2022.

prestadores de serviço de administração de carteiras de valores mobiliários e de gestão de fundo de investimento exclusivo no âmbito das EFPCs.

Já a Instrução Normativa Previc nº 35/2020 faz referência à Política de Investimento estabelecida pela Resolução CMN nº 4.661/2018, determinando em seu artigo 7º, VI, que tal política deverá conter informações relativas às diretrizes para observância de princípios de responsabilidade ambiental, social e de governança, preferencialmente, de forma diferenciada por setores da atividade econômica.

3.4 Práticas ESG presentes na autorregulação

Por autorregulação entende-se o processo de elaboração de normas de conduta e padrões de comportamento por determinada entidade, que devem ser cumpridos por aqueles que espontaneamente aderirem à entidade ou ao documento que contemple as regras, conforme o caso.

De acordo com André Saddy, exercer a autorregulação significa elaborar documento produtor de direito, por meio do qual as partes impõem a si mesmas um rol de comportamentos e boas práticas destinados ao regimento das atividades por elas exercidas. Portanto, trata-se de regulação exercida pelos próprios agentes aos quais se destina, isto é, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em grupo, que se autolimitam quanto à liberdade de exercício de suas escolhas futuras.[505]

Nesse sentido, a escolha pela adesão a mecanismo de autorregulação privada perpassa o reconhecimento de que tal iniciativa pode produzir vantagens, como ganho de eficiência e eficácia em função do grau de expertise técnica sobre o tema, o qual tende a ser maior em um sistema produzido pelos próprios agentes aos quais as normas serão destinadas. Esse e outros indicativos de que a autorregulação pode ser um instrumento benéfico para seus adotantes são resumidos por Cally Jordan e Pamela Hugues da seguinte forma:

> *The common advantages associated with self-regulating entities are: (i) their ability to utilize industry expertise; (ii) the potential for higher standards than may be imposed by law; (iii) potentially greater compliance with mutually-agreed rules set by peers than with externally imposed requirements; and (iv) their greater flexibility and responsiveness to market forces*.[506]

---

[505] SADDY, André. **Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015. p. 87.

[506] JORDAN, Cally; HUGHES, Pamela. Which way for market institutions: the fundamental question of self-regulation. **Berkeley Business Law Journal**, Berkeley, v. 4, n. 2. p. 205-226. 2007. p. 212. Disponível em: https://lawcat.berkeley.edu/record/1120986. Acesso em: 14 out. 2022.

Nesse contexto e diante da insuficiência da atividade regulatória sobre a temática ESG no Brasil, verifica-se terreno fértil para que agentes privados promovam iniciativas autorregulatórias em torno dos critérios ESG.

No que diz respeito à autorregulação da indústria de fundos de investimento, cabe registrar que em maio de 2019 e em janeiro de 2020, a integração dos fatores ESG na gestão de recursos foi objeto de dois trabalhos com caráter orientativo pioneiros: [507]

(i) Guia ESG da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), o qual indica critérios e ações que podem ser adotados em cada fase do investimento em *private equity* e *venture capital*; e

(ii) Guia ASG II: Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento, elaborado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), contemplando orientações para a integração dos fatores ESG à indústria de gestão de recursos e análise de investimentos amplamente considerada, isto é, não restrita a investimentos específicos.

A grande relevância atribuída à pauta ESG pela indústria de fundos de investimento no Brasil é sintetizada da seguinte forma cristalina na apresentação do Guia ASG II da ANBIMA:[508]

> Sustentabilidade é uma agenda perene e urgente para a indústria de gestão de recursos de terceiros. Não há mais espaço para contestações. Ela é peça fundamental para a sobrevivência dos negócios no longo prazo e está alinhada com a crescente demanda dos investidores e as iminentes necessidades do planeta e da sociedade. Os riscos de mercado, crédito e liquidez são levados em consideração nas decisões de investimento de forma consolidada, mas as questões ASG (ambientais, sociais e de governança) fazem cada vez mais parte dessa equação, refletindo uma tendência global.[509]

Diante desse cenário, a ANBIMA tomou a iniciativa de elaborar regras de autorregulação para identificação de fundos de investimento sustentáveis. Para tanto,

---

[507] CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe, op. cit., p. 553.

[508] A ANBIMA é uma associação e representa mais de 270 instituições: "Dentre seus associados, estão bancos comerciais, múltiplos e de investimento, asset managements, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e consultores de investimento. Ao longo de sua história, a Associação construiu um modelo de atuação inovador, exercendo atividades de representação dos interesses do setor; de regulação e supervisão voluntária e privada de seus mercados; de distribuição de informações que contribuam para o crescimento sustentável dos mercados financeiro e de capitais; e de educação para profissionais de mercado, investidores e sociedade em geral". (ANBIMA. **ANBIMA define critérios para identificar fundos de investimento sustentáveis**. 7 de dezembro de 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/. Acesso em: 15 out. 2022).

[509] ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 3. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.

promoveu alterações importantes em seu "Código de Administração de Recursos de Terceiros",[510] que passou a contemplar a possibilidade de gestores de recursos identificar os fundos sob sua gestão como "Fundo de Investimento Sustentável" ou como "Fundo que Integra Questões ASG em sua Gestão". Tal identificação gera a necessidade de que os fundos estejam em consonância com as exigências das "Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimento Sustentáveis".[511]

Nessa linha, para que determinado seja identificado como "de Investimento Sustentável" e adote o sufixo "IS", deverá explicitar em seu regulamento um resumo do objetivo de investimento sustentável do fundo, bem como demonstrar o alinhamento da carteira ao referido objetivo. Além disso, deverá adotar uma série de medidas, em caráter permanente e continuado, para fins de divulgação de estratégias, metodologias e ferramentas utilizadas; implementação e divulgação de medidas de diligência para assegurar os objetivos de investimento do fundo; engajamento com emissores de valores mobiliários integrantes da carteira, visando o objetivo do fundo, dentre outros.

Já os fundos "que Integram Questões ASG" são aqueles que não tenham como objetivo "alcançar, de forma intencional, metas ambientais, sociais e/ou de governança, mas que considerem Questões ASG em suas políticas de investimento no atingimento de seus objetivos diversos, por exemplo para a melhor identificação e gestão de risco",[512] devendo observar os requisitos estabelecidos nas "Regras e Procedimentos" para essa categoria.[513]

No que tange aos emissores de valores mobiliários, nota-se maior robustez autorregulatória em matéria de governança corporativa. A esse respeito, pode-se citar como exemplos de mecanismos de autorregulação: (i) Código das Melhores Práticas de Governança

---

[510] ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros** (vigente a partir de 03.01.2022). 6 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/4F/94/B4/6B/DF580810C15C26086B2BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf. Acesso em 15 out. 2022.

[511] ANBIMA. **Regras e Procedimentos do Código de Administração de Recursos de Terceiros**. 12 set. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/73/80/92/B1/3EC11810C27A8F08882BA2A8/Consolidado%20das%20regras%20e%20procedimentos%20do%20Codigo%20ART.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

[512] Artigo 12 das Regras e Procedimentos para identificação de Fundos de Investimento Sustentável (IS) nº 16, de 3 de janeiro de 2022, parte integrante das Regras e Procedimentos do Código de Administração de Recursos de Terceiros.

[513] A respeito da introdução de regras para identificação dos fundos "IS" e dos que "integram questões ASG", a ANBIMA observou que "as novas normas são um marco na evolução da agenda da sustentabilidade e elevam o mercado a outro patamar. Elas são fruto de um amplo trabalho, que envolveu a análise e a adaptação das tendências internacionais levando em conta a maturidade e as especificidades do Brasil, além de estarem em linha com as recentes orientações da IOSCO *(International Association of Securities Commission)*. As regras visam trazer transparência, evitando o *greenwashing*, e contribuir para o crescimento robusto e ordenado dos investimentos sustentáveis no Brasil" (ANBIMA. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 4. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022).

Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC; (ii) Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas; e (iii) Código Brasileiro de Governança Corporativa.

O IBGC é uma organização sem fins lucrativos fundada em 1995 com o objetivo de contribuir para o desempenho sustentável das organizações por meio da geração e disseminação de conhecimento a respeito das melhores práticas de governança corporativa.[514]

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC está atualmente em sua 5ª edição (publicada em 2015), que "tornou-se [...] menos prescritiva, ampliou o olhar sobre as diversas partes interessadas (*stakeholders*) da empresa, reforçou a fundamentação das boas práticas de governança e explicitou a importância da ética nos negócios",[515] com o objetivo de estimular o uso consciente e efetivo dos instrumentos de governança.

Importante esclarecer que o Código de Melhores Práticas do IBGC não consiste em modelo rígido de norma cogente, mas em referência de consulta com o intuito de fomentar a reflexão a respeito das práticas que serão adotadas por cada organização, levando em conta fatores como a estrutura, realidade e estágio de desenvolvimento da organização.

Assim, além de premissas fundamentais e definições de governança corporativa e seus princípios básicos, o Código de Melhores Práticas trata especificamente dos sócios, do conselho de administração, da diretoria, dos órgãos de fiscalização e controle e sobre conduta e conflito de interesses, prescrevendo recomendações sobre fundamentos e práticas para os órgãos sociais e de assessoria, além de políticas e práticas para a organização como um todo.

Por sua vez, a Abrasca é uma associação sem fins lucrativos, cuja fundação se deu em 1971 tendo como objetivo representar os interesses de longo prazo das companhias abertas no Brasil e seus acionistas, principalmente no que tange: (i) à construção de um sistema regulatório justo, equilibrado e eficaz; (ii) à maximização dos benefícios da condição de companhia aberta; (iii) à garantia de que os requisitos e obrigações decorrentes da utilização do mercado de capitais sejam simples, apropriados e razoáveis, e (iv) à promoção da confiança no País, nas instituições e nos mercados, com o consequente crescimento dos negócios das companhias emissoras.[516]

Dentre as finalidades autorregulatórias da Abrasca, destaca-se a ideia de promover os padrões de governança corporativa das companhias abertas, com ênfase em aspectos como a elevação dos índices de transparência, a garantia de tratamento equitativo aos acionistas, a

---

[514] IBGC. **O IBGC**. Disponível em: https://www.ibgc.org.br/quemsomos. Acesso em: 15 out. 2022.
[515] IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2015. p. 13.
[516] ABRASCA. **A Abrasca**. Disponível em: https://www.abrasca.org.br/abrasca/criacao-de-valor-compartilhado. Acesso em: 16 out. 2022.

adequada prestação de contas a todas as partes interessadas, além da observância de critérios meritocráticos em todos os níveis da administração.[517]

Por conseguinte, adota como instrumento autorregulatório, desde 2011, o Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas, cujo foco pode ser resumido em quatro eixos principais: (i) responsabilidade dos administradores; (ii) relacionamento da companhia com as partes interessadas; (iii) controles internos e gestão de riscos; (iv) procedimentos dos organizadores em caso de reorganização societária.[518]

O modelo adotado para o Código consubstancia-se em uma abordagem "aplique ou explique" (conferindo maior liberdade para os signatários, à medida que podem optar por não praticar determinada regra, desde que expliquem aos acionistas e ao mercado as razões para a tomada de tal decisão), baseada em princípios mandatórios, regras justificáveis e recomendações para que a governança seja aprimorada, em reconhecimento ao fato de que cada companhia pode ter diferentes graus de maturidade e estrutura.[519]

Seguindo modelo semelhante ("pratique ou explique"), o Código Brasileiro de Governança Corporativa[520] foi elaborado em 2016 pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), coordenado pelo IBGC e composto por onze entidades relacionadas ao mercado de capitais brasileiro.[521] Aplicável às companhias abertas brasileiras, o código apresenta princípios (condutas que traduzem a essência dos valores de governança refletidos no código), fundamentos (embasamento e explicação dos princípios) e práticas recomendadas (regras de conduta que derivam dos princípios).

Nesse contexto, as companhias abertas devem empregar efetividade aos princípios e práticas recomendadas, relatando ao mercado quais medidas foram implementadas. Na hipótese de a companhia optar por não aplicar determinado princípio ou prática recomendada, deve explicar os motivos de tal decisão.

---

[517] EQUIPE DE AUTORREGULAÇÃO DA ABRASCA. Fórum Abrasca. Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas. **Revista RI**, n. 191, mar./2015. Disponível em: https://www.revistari.com.br/191/951. Acesso em: 16 out. 2022.

[518] ABRASCA. **Código ABRASCA**: autorregulação e boas práticas das companhias abertas. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/abrasca-15-10-2015/at_download/file. Acesso em: 16 out. 2022.

[519] EQUIPE DE AUTORREGULAÇÃO DA ABRASCA. Fórum Abrasca. Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas. **Revista RI**, n. 191, mar./2015. Disponível em: https://www.revistari.com.br/191/951. Acesso em: 16 out. 2022.

[520] GT INTERAGENTES. **Código Brasileiro de Governança Corporativa**: companhias abertas. São Paulo: IBGC, 2016.

[521] São elas: ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, a então BM&FBOVESPA (atualmente B3), BRAIN, IBGC, IBRI E INSTITUTO IBMEC.

Apesar de seus princípios e recomendações de práticas não consistirem em norma cogente, as companhias abertas são obrigadas a reportar quais práticas recomendadas foram implementadas e quais não foram (justificando a razão, nesse caso), uma vez que a Resolução CVM nº 80/2022 estabelece que as companhias abertas com ações negociadas em bolsa de valores devem a entregar à CVM o "Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas" em até sete meses contados da data de encerramento do exercício social.

3.5 Estudo empírico: abordagem das práticas ESG por companhias listadas no Novo Mercado da B3

Com o objetivo de entender o nível de engajamento das companhias abertas brasileiras com a adoção de práticas ESG em suas atividades foi empreendida empírica documental, tendo por base informações disponibilizadas por companhias abertas em seus sítios na rede mundial de computadores dedicados a relações com investidores e/ou enviadas pelas companhias para a CVM e disponíveis para consulta pública no sítio da referida autarquia na rede mundial de computadores.

A pesquisa abrangeu a totalidade das companhias abertas que, em 26 de agosto de 2022, estavam listadas no segmento Novo Mercado da B3 – que é o segmento que contempla as companhias que adotam o grau mais elevado de práticas de governança corporativa (além das exigências legais) – e cujas ações estavam efetivamente em negociação na B3.[522]

Logo, pretendeu-se entender como as companhias consideradas como as mais aprimoradas em termos de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro se comportam em relação à temática ESG.

É importante destacar que o universo de companhias objeto da pesquisa empírica é bastante significativo: foram avaliadas 201 companhias listadas no Novo Mercado da B3, dentre as 601 listadas no segmento tradicional e nos segmentos diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Portanto, a amostra pesquisada representa 33,44% das companhias abertas listas na B3[523] e 100% das companhias abertas listadas no Novo Mercado com ações efetivamente em negociação.

---

[522] Cabe registrar que, apesar de a MMX Mineração e Metálicos S.A. estar listada no Novo Mercado na data-base utilizada para a pesquisa, suas ações não estavam sendo negociadas, pelo que tal companhia não foi considerada na amostra objeto da pesquisa.

[523] Não se considerou, para fins desse cálculo, as companhias listadas nos chamados "mercados de acesso" (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) e as que possuem *Brazilian Depositary Receipts* negociados na B3.

O método utilizado foi o acesso aos sítios dedicados a relações de investidores de cada uma das companhias na rede mundial de computadores, bem como à página disponibilizada no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na rede mundial de computadores para acesso às informações eventuais e periódicas enviadas pelas companhias abertas à CVM,[524] com o objetivo obter respostas às seguintes perguntas:

(i) a companhia divulga que adota práticas ESG em seus negócios?

(ii) caso a resposta à pergunta anterior seja afirmativa, há orientação referente à adoção de critérios ESG no estatuto social?

(iii) havendo orientação referente à adoção de critérios ESG no estatuto social, essa orientação é explícita, ligada ao objeto social, ou implícita, ligada às competências e atribuições dos administradores?

(iv) caso a resposta à pergunta "(i)" seja afirmativa, os critérios ESG adotados pela companhia constam de algum documento interno da companhia (*e.g.* políticas, regimentos internos e/ou outros documentos correlatos)?

(v) caso a resposta à pergunta anterior seja afirmativa, foi informado ou disponibilizado o ato societário que aprovou tal documento interno da companhia (*e.g.* ata de reunião do conselho de administração, ata de reunião da diretoria, ata de reunião de comitê etc.)?

(vi) a companhia emitiu título de dívida com características ESG?

(vii) a companhia divulga algum documento e/ou relatório com informações relativas às suas práticas ESG (*e.g.* relatório anual, relato integrado, relatório de sustentabilidade etc.)?

(viii) caso a resposta à pergunta anterior seja afirmativa:

(a) qual documento é divulgado?

(b) utiliza algum modelo/*framework* para padronização? Caso positivo, qual?

(c) qual é o ano de referência do último documento/relatório divulgado?

(d) o documento/relatório foi objeto de verificação externa?

(d.1) caso positivo, qual foi o auditor responsável pela asseguração da higidez das informações constantes do documento/relatório?

(d.2) foi disponibilizado o parecer do auditor?

[524] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta de Documentos de Companhias. Disponível em: https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c. Acesso em 26 ago. 2022.

(ix) a companhia divulga política de remuneração?

(x) caso a resposta à pergunta anterior seja afirmativa, a política de remuneração estabelece que a remuneração dos administradores será vinculada a metas ESG?

(xi) pode-se confirmar que a companhia assume compromissos e estabelece metas relacionadas a temas ESG ou tão somente adotam determinados fatores ESG e os divulgam?

Para a última pergunta (item "(xi)"), foram padronizadas três possibilidades de resposta: (a) a companhia estabelece metas (nível forte de comprometimento); (b) a companhia estabelece compromissos genéricos (nível fraco de comprometimento) e (c) a companhia apenas divulga que adota critérios, sem assumir compromissos (ausência de comprometimento).

Todos os dados coletados no âmbito da pesquisa empírica foram organizados em planilha que contempla as 201 companhias objeto da amostra e estão disponíveis para consulta.[525] Os resultados da pesquisa serão abaixo relatados e analisados.

Das 201 companhias pesquisadas, 169 (ou seja, 84,08%) divulgam que adotam práticas ESG em seus negócios. Dessas 169 companhias, apenas 42 (20,90%) possuem orientação referente à adoção de critérios ESG em seus respectivos estatutos sociais.

Esse dado revela que um número ainda pequeno de companhias, dentre aquelas que publicizam a adoção de práticas ESG, possui sinalização clara quanto à sua orientação em relação ao tema ESG consignado em seus estatutos sociais.

A esse respeito, foram identificados dois padrões de abordagem do tema no âmbito dos estatutos sociais. Um deles, é a previsão, no artigo que trata do objeto social, de que o desenvolvimento das atividades da companhia deve ser vinculado a fatores ESG. A título de exemplo, a seguinte redação foi encontrada nos estatutos de diversas das 15 companhias que vincularam a adoção de fatores ESG em seus estatutos sociais:

> O desenvolvimento das atividades relacionadas ao objeto social leva em consideração os seguintes fatores: (i) os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, e (ii) os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo, em relação aos seus colaboradores, fornecedores,

[525] A planilha pode ser acessada por meio da seguinte ligação: https://moreiramenezes-my.sharepoint.com/:x:/g/personal/carlos_moreiramenezes_com_br/EZwU3k5TGAdBtkgBuoGFaOQBltXOmpPvVktiUQ_MDSXTcA?e=je8VSD.

> parceiros, clientes e demais credores, bem como das comunidades em que a Companhia atue local e globalmente.[526]

O outro padrão de abordagem identificado é a atribuição de competência a órgãos da administração para "zelar", "acompanhar", "supervisionar" pela/a condução dos negócios de forma sustentável, considerando fatores econômicos, sociais e ambientais.

Independentemente do padrão adotado, entende-se que as companhias cujos estatutos são claros a respeito da integração de fatores ESG às suas atividades possuem vinculação inequívoca à adoção de tais práticas.

Dentre as 169 companhias que divulgam que adotam práticas ESG, 121 (71,60%) possuem documento interno (*e.g.* políticas, regimentos internos e outros documentos correlatos) que contempla os critérios ESG que são adotados pela companhia. Esse número representa 60,20% das companhias listadas no Novo Mercado.

Considerando-se as 121 companhias cujas práticas ESG constam de algum documento interno, foi possível identificar que 76 delas (62,81% das 121 companhias em questão ou 37,81% da totalidade da amostra pesquisada) informaram ou disponibilizaram o ato societário que aprovou o respectivo documento interno relacionado às práticas ESG (*e.g.* ata de reunião do conselho de administração, ata de reunião da diretoria, ata de reunião de comitê etc.).

Essa constatação evidencia uma falha relacionada às boas práticas de governança corporativa, porquanto, em relação a número significativo de companhias, não foi possível identificar quem (ou qual órgão) foi responsável pela aprovação do documento e quando. Portanto, identifica-se oportunidade para aprimoramento da transparência, clareza e precisão da divulgação de informações quanto a esse aspecto.

Verificou-se que apenas 25 das companhias que compuseram a amostra emitiram títulos de dívida com características ou vinculações a fatores ESG. Esse número representa 14,79% das companhias que divulgam que adotam práticas ESG e 12,44% das companhias listadas no Novo Mercado.

Nota-se, portanto, que aproximadamente 85% das companhias que divulgam que adotam práticas ESG podem não estar aproveitando oportunidades para captação de recursos por meio de emissão de títulos de dívida com características ESG, que representam custo de captação menor que emissão de dívida em moldes tradicionais.

---

[526] Redação do Parágrafo Segundo do Artigo 4º do Estatuto Social da AES Brasil Energia S.A. Disponível em: https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=984876. Acesso em: 26 ago. 2022.

No que diz respeito à divulgação de informações referentes à temática ESG, 132 companhias (78,11% das 169 que divulgam que adotam práticas ESG e 65,67% das companhias listadas no Novo Mercado) divulgam algum documento e/ou relatório com informações relativas às suas práticas ESG.

Dentre os documentos divulgados, destacam-se os "Relatórios de Sustentabilidade", que foram divulgados por 90 companhias (68,18% das que divulgam que adotam práticas ESG e 44,78% das companhias listadas no Novo Mercado) e os "Relatórios Anuais", que foram divulgados por 19 companhias (14,39% das que divulgam que adotam práticas ESG e 9,45% das companhias listadas no Novo Mercado).

Foi possível identificar, ainda, que os referidos documentos foram elaborados com base em 19 modelos/*framework* para padronização diferentes, destacando-se, dentre eles, os seguintes: (i) Global Reporting Initiative (GRI); (ii) Sustainability Accounting Standards Board (SASB); e (iii) os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU).

O GRI é utilizado por 125 (97,70%) das 128 companhias que divulgam algum documento e/ou relatório com informações relativas às suas práticas ESG, sendo que em 56 (42,42%) funciona como *framework* exclusivo e em 69 (52,27%) é utilizado em conjunto com outros *frameworks*. Nessa linha, o GRI é utilizado em conjunto com o SASB em 17 companhias (12,88%) e em conjunto com os ODS em 9 companhias (6,82%). As demais 43 companhias (32,58%) utilizam o GRI em conjunto com outros *frameworks* diversos de SASB e ODS.

Nesse universo de 132 companhias que divulgaram documento e/ou relatório com informações relativas às suas práticas ESG, apenas 60 (45,45% das referidas 132 companhias ou 29,85% das companhias listadas no Novo Mercado) submeteram o respectivo documento/relatório a verificação externa (procedimento por meio do qual terceiro sem conflito de interesses verifica se os dados constantes do documento/relatório são consistentes). Dessas 60 companhias, 57 (95%) disponibilizaram os pareceres do auditor que realizou a verificação externa.

Foi possível identificar que o principal prestador de serviços contratado para a realização da referida verificação externa é a KPMG Auditores Independentes Ltda., tendo sido escolhida por 26 companhias diferentes para a verificação externa de seus documentos e/ou relatórios com informações relativas às suas práticas ESG (43,33% das companhias que contrataram o serviço de verificação externa).

Para fins de buscar alguma correlação entre a adoção de práticas ESG e a vinculação da remuneração dos administradores a metas relacionadas a temas ESG, foi verificado se as companhias pesquisadas haviam divulgado ou não política de remuneração e, para aquelas que o fizeram, se a política estabelece que a remuneração dos administradores será vinculada a metas ESG.

Foi constatado que 174 companhias (86,57% dentre as listadas no Novo Mercado) disponibilizaram/divulgaram suas respectivas políticas de remuneração em documento próprio.[527] Dentre elas, há apenas 18 (10,34% do total de companhias listadas no Novo Mercado) cujas políticas de remuneração estabelecem algum vínculo entre a remuneração a ser percebida pelos administradores e o atingimento de metas ESG.

Entende-se que esses números podem não representar de forma precisa o detalhamento das práticas de remuneração das companhias, que nem sempre são objeto de documentos de acesso público (dado o caráter estratégico que possuem). Em outras palavras, é possível que haja um número muito maior de companhias que estejam vinculando parcelas da remuneração dos administradores ao atingimento de metas ESG, muito embora tal prática não conste da política de remuneração da companhia.

No entanto, tais dados servem para demonstrar que, em termos principiológicos, a vinculação da remuneração dos administradores ao atingimento de metas ESG ainda não ganhou popularidade nas companhias abertas brasileiras.

Com base em todos os dados analisados no âmbito da pesquisa empírica, buscou-se verificar se, dentre aquelas 169 companhias que divulgam que adotam práticas ESG, quantas assumiam, de fato, compromisso consistente, quantas assumiam compromissos genéricos e quantas apenas reportavam as práticas ESG que implementavam, sem assumir qualquer tipo de compromisso.

Foi constatado que 76 companhias (44,97% dentre as que divulgam que adotam práticas ESG) possuem nível forte de comprometimento com a temática ESG, registrando compromissos com o atingimento de metas; 48 companhias (28,40% dentre as que divulgam que adotam práticas ESG) possuem nível fraco de comprometimento, porquanto assumem somente compromissos genéricos, sem vinculação a metas específicas e 45 companhias (26,63% dentre as que divulgam que adotam práticas ESG) não se vinculam a qualquer

[527] Pode-se cogitar da hipótese de haver companhia que não divulga "política de remuneração" em documento próprio, mas o contempla dentro de outro documento ou política. De todo modo, para fins desta pesquisa, somente foi considerado que a companhia divulga política de remuneração quando o faz por meio de documento próprio intitulado "política de remuneração". Talvez essa seja a justificativa para não tenha sido encontrado 100% da amostra divulgando política de remuneração, uma vez que o artigo 32, inciso I do Regulamento do Novo Mercado estabelece que as companhias listadas no segmento devem divulgar a mencionada política.

compromisso relacionado ao tema ESG, nem mesmo de forma genérica, dado que apenas divulgam que adotam práticas ESG.

De uma forma geral, a pesquisa empírica demonstrou que ainda há um hiato entre o discurso a favor do ESG adotado por muitas companhias e a formalização desse posicionamento de forma clara e precisa no âmbito dos seus estatutos sociais ou ao menos documentos internos que vinculam a administração (tais como políticas, regimentos internos etc.) e serve como alerta sobre esse ponto de atenção que as companhias que adotam ou pretender adotar práticas ESG podem aprimorar.

4 RESSIGNIFICAÇÃO DO CONCEITO DE INTERESSE SOCIAL NAS COMPANHIAS QUE ADOTAM VOLUNTARIAMENTE PRÁTICAS ESG

Conforme exposto na Seção 1, no ordenamento jurídico brasileiro o interesse social da companhia consiste na geração de valor de longo prazo para o acionista, levando-se em consideração interesses dos *stakeholders* que se relacionam com a entidade.

Nesse contexto, entende-se que os atos praticados pela companhia em favor de *stakeholders* que extrapolem o cumprimento de obrigações legais dela exigíveis (ou seja, atos voluntários) consistem em ações de responsabilidade social corporativa.

Nas Seções 2 e 3 foram explorados os aspectos teóricos e práticos do fenômeno ESG, tendo sido demonstrado que o referido acrônimo não possui definição precisa e seu conceito admite diversas interpretações. Dentre elas, a de que o ESG seria uma ferramenta de gestão de risco e a de que ESG se confundiria com a responsabilidade social corporativa propriamente dita.

Outra acepção para o ESG seria a de estratégia para geração de valor no longo prazo, ou até mesmo uma mistura dos conceitos anteriormente mencionados, pois é possível sustentar que, ao exercer controle de risco de alto nível e praticar ações assertivas de responsabilidade social corporativa a companhia pode obter lucratividade sustentável de longo prazo.

Tudo é uma questão de como a história é contada pela administração e como as finanças da companhia se comportarão. Com efeito, há trabalhos científicos que sugerem correlação entre adoção de práticas ESG e aumento da lucratividade no longo prazo.[528]

A despeito de as práticas de responsabilidade social corporativa poderem acarretar geração de despesas que podem impactar a lucratividade (e, consequentemente, a distribuição de dividendos aos acionistas ou aumento do valor das ações) no curto prazo, podem possuir propósito legítimo de possibilitar a geração de valor sustentável no longo prazo.

Inclusive, a depender das características da área de atuação da companhia, *market share* e portfólio de clientes, a companhia pode se ver obrigada a adotar determinadas práticas de responsabilidade social corporativa (que não correspondem a obrigação legal) para fins de

[528] Por todos, cite-se o estudo de Gunnar Friede, Timo Bush e Alexander Bassen segundo o qual, em mais de 2.000 estudos empíricos sobre o tema ESG, 90% demonstraram uma relação positiva ou neutra entre a adoção de práticas ESG e o desempenho financeiro (FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233. dez. 2015. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2699610. Acesso em: 16 out. 2022).

viabilizar sua atuação em determinado mercado, devido a exigências da sua base de clientes (ou ao menos de clientes relevantes) nesse sentido.

Nessa linha, a Seção 4.1 tratará da alocação de recursos no cenário global e da pressão para adoção de critérios ESG pelas companhias, demonstrando possível tendência de disseminação de práticas ESG "de cima para baixo", na medida em que os principais provedores de recursos para financiamento da atividade empresarial passam a influenciar as companhias investidas para que não apenas adotem determinadas práticas ESG, como também exijam que seus fornecedores as adotem como condição para manutenção da relação de fornecimento.

Não obstante a constatação de que, em determinados setores de atividade econômica, a adoção de práticas ESG possa corresponder a "ato de sobrevivência", conforme acima mencionado, é possível verificar, também, a utilização de práticas ESG como estratégia para geração de valor no longo prazo.

Sobre esse aspecto, serão exploradas, na Seção 4.2, as constatações sobre como a adoção de práticas ESG por companhias pode gerar valor para os seus acionistas, bem como serão comentadas iniciativas de vinculação de incentivos de longo prazo da administração ao cumprimento de metas ESG.

A administração da companhia deve tratar, dentre diversos temas caros à boa gestão dos negócios, do controle dos riscos inerentes à atividade desempenhada pela sociedade. Basicamente, no exercício de seu dever de diligência, a administração deve mapear os diversos fatores de risco que podem ameaçar o desempenho das atividades – e até mesmo a continuidade dos negócios – da companhia. Outro viés da implementação de medidas ESG é justamente a mitigação de riscos corporativos.

A esse respeito, a Seção 4.3 tratará da abordagem, verificada na prática e na literatura, que sugere a utilização de práticas ESG como ferramenta de controle de risco pela companhia. Reiterando as críticas formuladas na Seção 2.3 a respeito dessa abordagem, se buscará demonstrar que práticas de responsabilidade social corporativa podem ser utilizadas para mitigar eventos com potencial para resultar em contingências (e despesas) para a companhia. Assim, a mitigação de riscos (e, consequentemente, de prejuízos) pode ser interpretada como geração de valor para a companhia.

Considerando-se todos os aspectos envolvendo o interesse social e o fenômeno ESG estudados até esta etapa do presente trabalho, a Seção 4.4 se dedicará ao desenvolvimento de um dos pontos centrais da tese, que é a conclusão a respeito da ressignificação do interesse

social das companhias que adotam voluntariamente práticas ESG e as divulgam ao mercado, assumindo compromissos e metas, ou não.

4.1 A alocação de recursos no cenário global e a pressão para adoção de critérios ESG pelas companhias

Atualmente, o tema ESG (em sentido amplo) está presente diariamente em praticamente todos os principais jornais do País, seja por meio de matérias jornalísticas, seja por meio de informes publicitários (com o intuito de promover a conscientização sobre o tema ou autopromover determinada companhia que adota ações ESG), chegando, inclusive, a ganhar espaço na teledramaturgia.[529]

No mundo corporativo não tem sido diferente. Conforme já aprofundado na Seção 1.3, por meio do manifesto "*Business Roundtable Statement on the Purpose of a Corporation*", divulgado em agosto de 2019, número expressivo de CEOs das maiores companhias estadunidenses passaram a pregar que as companhias devem servir não apenas aos seus acionistas, mas também entregar valor aos seus clientes, investir nos funcionários, negociar de forma justa com os fornecedores e apoiar as comunidades em que operam.

Por meio da amplamente divulgada "Carta aos CEOs", escrita por Larry Fink,[530] defende-se o modelo de capitalismo sustentável (também conhecido como capitalismo de *stakeholders*), dissociando-o de um suposto caráter político-ideológico e deixando evidente que é a busca pela lucratividade a longo prazo que impulsiona o mercado.

Além disso, iniciativas como o Pacto Global da ONU e os Princípios do Investimento Sustentável seguem constantemente aumentando suas bases de companhias aderentes.[531]

---

[529] O *remake* da célebre novela Pantanal (exibida pela TV Globo entre março e outubro de 2022) pode ser utilizado como exemplo de como o tema está sendo disseminado pela mídia, porquanto, ainda que de forma lúdica, busca gerar conscientização a respeito da sustentabilidade. Sobre esse particular, veja-se: GREGORI, Mônica. Sustentabilidade na boca do povo. Novela Pantanal leva tema ambiental para a casa das famílias brasileiras. **Meio & Mensagem**. 10 ago. 2022. Disponível em: https://www.meioemensagem.com.br/home/opiniao/2022/08/10/sustentabilidade-na-boca-do-povo.html. Acesso em: 26 set. 2022; BENÍCIO, Jeff. Pantanal critica política ambiental com cenas de queimadas e animais mortos. Imagens impressionam o público e reforçam o discurso pró-sustentabilidade de alguns personagens da novela. **Portal Terra**. 19 jun. 2022. Disponível em: https://www.terra.com.br/diversao/tv/pantanal-critica-politica-ambiental-com-cenas-de-queimadas-e-animais-mortos,fe3399eec216b78d3bcf11132d937ec258a1xo4d.html. Acesso em: 26 set. 2022.

[530] Larry Fink é CEO da BlackRock, gestora de recursos estadunidense com maior volume de ativos sob gestão. Em janeiro de 2022, a BlackRock ultrapassou a marca de USD 10 trilhões sob gestão (WIGGLESWORTH, Robin. AGNEW, Harriet. BlackRock surges past $10tn in assets under management. World's biggest money manager buoyed by inflows to exchange traded funds and active strategies. **Financial Times**. 14 jan. 2022. Disponível em: https://www.ft.com/content/7603e676-779b-4c13-8f46-a964594e3c2f. Acesso em: 26 set. 2022).

[531] Em seu Relatório Anual de 2021, o PRI registrou a adesão de 938 novos signatários, o que representou um aumento de 42% em relação ao ano anterior (que contou com adesão de 662 novos signatários). No total, o PRI já possui 3.826 aderentes (UNEP FINANCE INITIATIVE; UN THE GLOBAL COMPACT. **Principles for Responsible Investment**. Anual Report 2022. p. 66. Disponível em:

Por meio de tais exemplos, é possível constatar que, na atualidade, há verdadeira comoção da sociedade, em seus mais variados níveis e esferas, com relação a temas relacionados à sustentabilidade e ESG, disseminando-se crescentemente a constatação de que as externalidades negativas decorrentes da atividade econômica desenvolvida pelo homem precisam ser devidamente endereçadas.

Como foi possível observar na Seção 3, o Brasil conta com arcabouço legal deveras tímido, o que denota que a legislação do País ainda não estabeleceu ferramentas para efetivo enfrentamento de todas as questões relacionadas à temática *ambiental, social e de governança* de forma mandatória pelos agentes econômicos.

Com base nos poucos dispositivos legais relacionados à matéria e dentro de suas respectivas competências e missões institucionais, atentos à atual demanda da sociedade, entes reguladores têm buscado estabelecer regras relacionadas à adoção de determinadas práticas ESG por seus regulados[532] ou, ao menos, com relação à divulgação de informações sobre como o ente regulado lida com os riscos e oportunidades relacionados à temática ESG.[533]

---

https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/s/u/b/pri_annualreport_2021_15698.pdf. Acesso em: 26 set. 2022). Embora não haja informação análise estatística consolidada, é possível acessar a relação de aderentes ao Pacto Global, que é atualizada diariamente, por meio do seguinte link: https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants?page=1. Foi possível constatar que a iniciativa conta com 20.738 participantes em 26 de set. 2022.

[532] Nesse contexto, a recente atividade regulatória do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil merece destaque. Cita-se como exemplo a Resolução CMN nº 4.945/2021, que estabeleceu a obrigatoriedade, para as instituições financeiras e demais entidades cujo funcionamento é autorizado pelo BACEN, da elaboração de Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC). A PRSAC, já referenciada na Seção 3 deste trabalho, deve trazer em seu bojo um conjunto principiológico e de diretrizes em aspectos ambientais, sociais e climáticos que devem orientar as instituições em suas atividades. Ademais, determina a constituição de um Comitê de Responsabilidade Social no âmbito das instituições o qual deve ser vinculado ao Conselho de Administração (BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN nº 4.945**, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. Disponível em: https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.945-de-15-de-setembro-de-2021-345117266. Acesso em: 27 out. 2022). Outro exemplo digno de nota é o da Instrução Normativa Previc nº 35/2020, cujo artigo 7º, VI preconiza que a política de investimento das entidades fechadas de previdência complementar (nos termos do artigo 19 da Resolução CMN nº 4.661/2018) deve conter, no mínimo, "as diretrizes para observância de princípios de responsabilidade ambiental, social e de governança, preferencialmente, de forma diferenciada por setores da atividade econômica" (BRASIL. SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Instrução Normativa Previc nº 35**, de 11 de novembro de 2020. Dispõe sobre a operacionalização de procedimentos previstos na Resolução do Conselho Monetário Nacional que trata das diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar e sobre a forma de cumprimento das obrigações em matéria de investimentos junto à Previc. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2020/instrucao-previc-no-35-de-11-de-novembro-de-2020.pdf/view. Acesso em: 27 out. 2022).

[533] Sobre a divulgação mandatória de informações a respeito de análise de riscos e oportunidades ESG, é interessante citar a Resolução BCB nº 139/2021, cujas disposições tratam da divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais e Climáticas (Relatório GRSAC) pelas instituições. Tal Relatório deverá ser elaborado nos termos dos tópicos associados aos riscos ambientais, sociais e climáticos contidos no bojo da Resolução

Nota-se, inclusive, uma certa imposição velada de constrangimento a agentes econômicos que não adotam práticas ESG, porquanto as regras referentes à divulgação de informações tendem a seguir o modelo "pratique ou explique", segundo o qual o modelo de documento destinado a prestar informações (estabelecido pelo regulador) contempla afirmações referentes a determinadas práticas e o regulado deve assinalar "sim" se as pratica ou "não", caso a resposta seja negativa. Nessa hipótese, deve o regulado explicar por que não adota a prática em questão.

Nesse contexto, é possível constatar pressão para adoção de práticas ESG pelas companhias tanto por parte de provedores de recursos financeiros (notadamente, acionistas de referência, acionistas controladores e investidores subscritores de títulos de dívida), capitaneados pelas gestoras de recursos que ostentam a bandeira ESG, quanto por parte de órgãos e agências reguladores, assim como por parte da opinião pública como um todo.

No âmbito das companhias, a influência dos acionistas para o engajamento com questões ESG geralmente se dá por meio de ações de *stewardship*, tema que será objeto de estudo na Seção 4.1.1 abaixo.

A depender do nível de engajamento e compromisso assumido por determinada companhia em adotar práticas ESG, não é incomum que determinada entidade "ESG" passe a exigir que seus fornecedores também incorporem práticas ESG às suas atividades como requisito de manutenção da relação de fornecimento. Tal aspecto será objeto de aprofundamento na Seção 4.1.2 abaixo.

O que se pretende demonstrar, com isso, é que uma companhia pode passar a implementar fatores ESG em seu processo de gestão em razão de pressão de acionistas (ou seja, demandas dos "donos" da companhia) ou de imposição por parte de clientes relevantes, sem os quais a continuidade da empresa poderia ser colocada em risco (nesse caso, para poder sobreviver, a companhia necessariamente precisa adotar práticas ESG).

4.1.1 O movimento de *stewardship* por parte de acionistas

O conceito de *stewardship* relaciona-se com o dever de diligência dos administradores de recursos (próprios ou de terceiros) que, na administração dos ativos que compõem o

---

BACEN nº 4.557/2017. Além disso, como já destacado na Seção 3.3.2, por meio da Resolução CVM n° 80/2022, a CVM estabeleceu que as companhias abertas registradas na "Categoria A" devem divulgar informações sobre a adoção das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (CBGC), seguindo o método "pratique ou explique".

portfólio de investimentos sob sua gestão, devem atuar de modo diligente e transparente, com uma postura "de dono".[534]

Essa postura "de dono" reflete-se em interação constante com os administradores das companhias para tratar de assuntos que envolvem estratégias empresariais e gerenciamento de riscos corporativos, dentre outros.

Mesmo que não possuam participação majoritária, esses acionistas buscam influenciar a definição dos assuntos estratégicos da companhia primordialmente por meio do diálogo com os membros da administração e pelo exercício dos direitos de voz e de voto nas assembleias gerais. Em casos mais extremos, sua atuação pode se refletir em litígio contra a própria companhia ou contra seus administradores ou, simplesmente, o desinvestimento.

O *stewardship*, portanto, contrapõe-se à propriedade passiva de participação acionária, cujo titular preocupa-se tão somente em auferir ganhos financeiros sem se envolver com as questões estratégicas da companhia investida.

O entendimento de que os investidores institucionais[535] desempenham função relevante na estrutura de governança corporativa de suas companhias investidas e, consequentemente, a cultura de *stewardship*, foi ganhando força a partir da crise financeira global de 2008 e culminou com a ampliação de direitos dos acionistas em diversas

---

[534] A respeito da definição do termo *stewardship*, Paul Lee registrou que "*Stewardship is an odd word that does not translate easily, yet it is being picked up and used worldwide in relation to the responsibilities of institutional investors. It is a term that has a long history. The word 'steward' is derived from two Old English words ('stig' and 'weard') describing a guardian of a home – to protect the owner's assets. What in the Middle Ages was the home, in the 21st century is financial markets. The steward is the representative of the owner, charged with acting in the owner's interests, and delivering returns and longterm value from their assets. Stewardship is the process of intervention to make sure that the value of the assets is enhanced over time, or at least does not deteriorate through neglect or mismanagement. It can encompass the buying and selling of assets to maintain value within the fund as a whole, as well as acting as a good owner of assets. Engagement is one aspect of good stewardship; it is the individual interventions in specific assets to preserve and/or enhance value. In modern investment terms, this is the dialogue with the management and boards of investee companies and other assets*" (LEE, Paul. Engagement and stewardship. In: CFA SOCIETY OF THE UK. **Certificate in ESG investing curriculum**. 2. ed. London: CFA, 2020. p. 234).

[535] O termo "investidores institucionais" não possui definição precisa ou constante de texto de lei. No entanto, a literatura considera como investidores institucionais aqueles cujas carteiras de investimento decorrem de exercício profissional de administração de recursos de terceiros, tais como fundos de investimentos, entidades de previdência complementar, bancos e companhias seguradoras, dentre outras entidades correlatas. Recentemente, para fins da disciplina da dispensa de apresentação do boletim de subscrição em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários a Comissão de Valores Mobiliários editou a Resolução CVM n° 27, de 8 de abril de 2021, que contempla a seguinte disposição: "§ 2º Considera-se investidor institucional para fins do § 1º categoria que abrange exclusivamente os seguintes investidores: I - instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III - entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV - fundos patrimoniais; V - fundos de investimento registrados na CVM; VI - clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; e VII - investidores não residentes com qualificação análoga às das categorias elencadas nos incisos I a VI deste parágrafo nos seus respectivos países de origem".

jurisdições, além de incentivo à postura mais ativa de investidores institucionais por meio de maior transparência às suas práticas relacionadas a engajamento e exercício do direito de voto em relação às companhias investidas.

Esse particular é bem registrado por Suren Gomtsian da seguinte forma:

> *The importance of shareholder stewardship in corporate governance has been growing over the last decade. Three major trends explain the attention to stewardship. First, corporate governance reforms have shifted from the predominantly board-centric focus towards the recognition of the significance of shareholder monitoring, voting, and engagement. The turnaround came after the 2008 financial crisis when many pointed fingers at apathetic shareholders as one of the culprits for increased risk-taking and managerial misconduct. In response, many countries expanded shareholder rights and encouraged more active stewardship by institutional investors and investment (asset) managers through increased transparency of their voting and engagement practices*.[536]

Giovanna Gallo aponta que o *stewardship* consiste em verdadeiro dever fiduciário dos investidores institucionais, a quem compete cuidar de forma ativa dos ativos investidos. Adverte, no entanto, que o *stewardship* não pode ser confundido com o chamado ativismo societário, expressão utilizada para designar investidores que se tornam acionistas relevantes de determinada companhia para fins de constranger a administração a implementar mudanças em sua gestão ou na estratégia corporativa, conforme o caso.[537]-[538]

---

[536] GOMTSIAN, Suren. **Different visions of stewardship**: understanding interactions between large investment managers and activist shareholders. TILEC Discussion Paper No. DP 2021-002, 15 fev. 2021. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3787348. Acesso em: 26 set. 2022.

[537] GALLO, Giovanna Mazetto. Conheça o stewardship, dever fiduciário dos investidores institucionais. A importância da disseminação desse conceito e da criação do Código de Stewardship da Amec. **Capital Aberto**. 31 jan. 2020. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/stewardship-dever-fiduciario-dos-investidores-institucionais/. Acesso em: 26 set. 2022.

[538] Nesse contexto, o recente caso envolvendo o *Engine Nº 1*, a *ExxonMobil* e a *BlackRock* pode ser considerado um bom exemplo ilustrativo. Há algum tempo a *Exxon* vem sofrendo críticas por conta de sua inércia em fazer a transição de suas operações para uma matriz energética mais limpa. Na Assembleia anual de 2021, o *Engine Nº 1*, pequeno *hedge fund* ativista das questões climáticas que detém participação de 0,02% das ações da *Exxon*, conseguiu apoio relevante para eleger membros do conselho de administração da companhia. Tal apoio foi proveniente de grandes investidores institucionais e gestores de recursos, dentre eles a *BlackRock*, conforme se depreende do seguinte trecho: "A *Engine No. 1* detém apenas 0,02% das ações da *Exxon*. No entanto, o fundo de hedge ganhou o apoio de grandes investidores institucionais, incluindo a Igreja da Inglaterra e os fundos de pensão *New York Common Retirement Fund*, *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) e *California State Teachers' Retirement System* (CalSTRS). Mas, como a maioria das eleições por direito de voto, a batalha depende de qual lado recebe o apoio dos três grandes gestores de ativos. *BlackRock*, *State Street* (STT) e a *Vanguard*, em conjunto, detinham quase 19% das ações da *Exxon* no final de março, de acordo com a Refinitiv. É por isso que foi importante, como relatou a *Reuters*, que a *BlackRock* tenha votado em três dos quatro candidatos da *Engine No. 1* para ingressar no conselho da Exxon" (EGAN, Matt; KUZNIA, Robert. Fundo ativista tira dois conselheiros da petroleira Exxon em vitória pró-clima: A votação é um marco importante na batalha climática porque é a primeira campanha por direito de voto em uma grande empresa dos Estados Unidos. **CNN Brasil**. 27 mai. 2022. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/fundo-ativista-tira-dois-conselheiros-da-petroleira-exxon-em-vitoria-pro-clima/. Acesso em: 21 out. 2022). Observa-se, ainda, que tal episódio é um dos ingredientes do recente embate entre alguns Governadores e Procuradores-Gerais nos Estados Unidos e a *BlackRock*, já trabalhado no âmbito da Seção 3 deste trabalho. Conforme noticiou a agência Reuters, o caso da Engine Nº 1 ressalta a importância que os investidores estão atribuindo aos critérios ESG:

Lucien Bebchuk, Alma Cohen e Scott Hirst são enfáticos na defesa do entendimento de que é dever dos gestores de fundos de investimento tanto exercer o direito de voto de modo informado nas assembleias de companhias investidas quanto possuir processos internos para formação da orientação do voto a ser proferido em assembleia de companhia investida. Cabe transcrever o seguinte trecho, por meio do qual os autores condenam o não exercício do direito de voto e o exercício de voto de modo desinformado por parte de gestores de recursos, bem como pontuam, de forma panorâmica, práticas relacionadas ao *stewardship*:

> *Most investment funds are required to vote at shareholder meetings on director elections and management and shareholder proposals, and to have an internal process for making voting decisions. Thus, not voting, or voting in a patently uninformed manner, is not an option for investment managers. Stewardship therefore requires monitoring of corporate managers and other information gathering in order to inform voting, engagement, and other stewardship activities. Investment managers can nominate candidates for election as directors or put forward shareholder proposals, and they can communicate with the corporation, or with other shareholders, about such matters*.[539]

No Brasil, em outubro de 2016 a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC[540] publicou o "Código AMEC de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – *Stewardship*", instituindo sete princípios de investimentos a serem seguidos pelos investidores institucionais que a ele aderissem.

A iniciativa evoluiu para ação conjunta entre a AMEC e a CFA Society Brazil[541] que culminou na edição, em maio de 2021, do Código Brasileiro de *Stewardship*,[542] o qual

---

"*The traction it has gained with shareholder advisory firms and BlackRock underscores the importance investors are giving to environmental, social and corporate governance (ESG) factors*" (HERBST-BAYLISS, Svea. Exclusive: BlackRock backs 3 dissidents to shake up Exxon board-sources. **Reuters**. 25 mai. 2021. Disponível em: https://www.reuters.com/business/energy/exclusive-blackrock-backs-three-director-nominees-challenging-exxons-board-2021-05-25/. Acesso em: 21 out. 2022).

[539] BEBCHUK, Lucian A; COHEN, Alma; HIRST, Scott. The agency problems of institutional investors. **Journal of Economic Perspectives**. V. 31. pp. 89-102, jun. 2017. p. 95. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2982617. Acesso em: 26 set. 2022.

[540] A AMEC é uma associação (pessoa jurídica de direito privado) criada em 26 de outubro de 2006 por iniciativa de investidores institucionais financeiros e independentes, com o objetivo de defender os direitos de acionistas minoritários e estimular o desenvolvimento do mercado brasileiro de ações e atualmente reúne cerca de 60 investidores institucionais, locais e estrangeiros, que possuem mandatos de investimento no mercado brasileiro de ações de aproximadamente R$ 700 bilhões (AMEC. Website institucional. Disponível em: https://amecbrasil.org.br. Acesso em: 26 set. 2022).

[541] A CFA Society Brazil é a associação que reúne os detentores da certificação CFA no Brasil e tem, como propósito, "liderar o desenvolvimento dos profissionais do mercado financeiro, através da educação continuada e disseminação de valores e condutas éticas, beneficiando toda a sociedade com uma indústria de investimentos de alto nível". A CFA Society Brazil é vinculada ao CFA Institute, que, por sua vez, "é a maior associação de profissionais de finanças e investimentos. Uma organização internacional sem fins lucrativos, com mais de 150 CFA Societies no mundo e mais de 175 mil membros atuantes em mais de 30 mil empresas" (CFA Society Brazil. Disponível em: https://cfasociety.org.br/quem-somos/cfa-society-brazil/. Acesso em: 26 set. 2022).

corresponde a uma atualização do Código AMEC de 2016 e continua baseado em 7 princípios:

(i) Princípio 1: Implementar e divulgar programa de *stewardship*;

(ii) Princípio 2: Implementar e divulgar mecanismos de administração de conflitos de interesses;

(iii) Princípio 3: Considerar aspectos ASG nos seus processos de investimento e atividades de *stewardship*;

(iv) Princípio 4: Monitorar os emissores de valores mobiliários investidos;

(v) Princípio 5: Ser ativos e diligentes no exercício dos seus direitos de voto;

(vi) Princípio 6: Definir critérios de engajamento coletivo; e

(vii) Princípio 7: Dar transparência às suas atividades de *stewardship*.

O Princípio 3 estabelece que os investidores institucionais devem considerar, em seu processo de investimento, fatores ambientais, sociais e de governança, "ponderando tanto seu impacto sobre risco e retorno como sua contribuição para o desenvolvimento sustentável dos emissores de valores mobiliários", orientando que:

> - [...] A análise e o monitoramento dos fatores ASG integra a avaliação de riscos e oportunidades associadas aos investimentos, ainda que não sejam os determinantes finais da decisão de investimento.
> - Investidores institucionais ao gerir de forma prudente o capital de seus beneficiários finais, devem considerar fatores ASG relevantes como quesito fundamental no cumprimento de seu dever fiduciário, dando a devida transparência sobre a forma como esses fatores são considerados.
> - Investidores devem avaliar os posicionamentos dos emissores de valores mobiliários acerca dos temas ASG relevantes.[543]

Como se trata de iniciativa de autorregulação, a adesão ao Código Brasileiro de *Stewardship* é formalizada por meio de assinatura de termo de adesão, por meio do qual o signatário assume o compromisso de observar e cumprir as disposições do referido código e de seu regulamento.[544]

Em contrapartida à adesão mencionado ao código de autorregulação, os aderentes podem utilizar o selo "Signatário do Código Brasileiro de *Stewardship*", que tende a funcionar como uma marca de certificação de que seu detentor segue as diretrizes de

---

[542] ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS. CFA SOCIETY BRAZIL. **Código Brasileiro de Stewardship**. mai. 2021. Disponível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2021/12/Codigo-Brasileiro-de-Stewardship-e-Principios-1.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

[543] AMEC; CFA SOCIETY BRAZIL. **Código Brasileiro de Stewardship**. mai. 2021. p. 5. Disponível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2021/12/Codigo-Brasileiro-de-Stewardship-e-Principios-1.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

[544] AMEC; CFA SOCIETY BRAZIL. Op. cit., p. 5.

stewardship nele fixados. A ideia por trás de tal iniciativa é facilitar a identificação, pelos investidores, das entidades gestoras que adotam o padrão de *stewardship* fixado no código.

Para garantir a efetividade das disposições do código e evitar o uso do selo por entidades que não cumprem seus princípios, os aderentes ao código devem elaborar e divulgar, ao menos anualmente, relatório a respeito da aderência de suas práticas aos princípios do código, que é objeto de avaliação pelo Comitê Executivo do Código Brasileiro de *Stewardship*.

De acordo com informações disponíveis no sítio da AMEC na rede mundial de computadores, até a data de corte 26 de setembro de 2022, 27 entidades tinham aderido ao Código Brasileiro de *Stewardship*, do que pode se concluir que o nível de adesão ainda é muito pequeno, considerando-se o universo de investidores institucionais brasileiros.[545]

Obviamente, além dos aderentes ao Código Brasileiro de *Stewardship* divulgados pela AMEC, há investidores institucionais que praticam o *stewardship* sem se vincular ao referido código ou à AMEC.

Em linhas gerais, os instrumentos utilizados para implementação do *stewardship* são: (i) constante monitoramento e avaliação das companhias investidas; (ii) participação na governança corporativa da companhias investidas, seja por meio de diálogo com seus administradores (visando influenciar a gestão), seja pelo exercício do direito de voto, eleição de administradores e participação nos órgãos sociais; (iii) litígio, por meio da instauração de ações judiciais ou procedimentos arbitrais, conforme o caso, além do protocolo de reclamações e denúncias perante órgãos reguladores, tendo por objeto ilegalidades cometidas pela própria companhia ou sua administração; e (iv) desinvestimento, usualmente em hipóteses que as outras medidas não produzam os efeitos desejados ou que a área de atuação da companhia não seja compatível com o mandato de investimento.

Dentre os referidos instrumentos, o monitoramento/avaliação e a participação na governança corporativa (ou seja, o engajamento) têm se mostrado como vias mais assertivas para fins de influenciar da gestão da companhia investida em relação a questões socioambientais e climáticas.[546]

---

[545] Cabe notar que, dos 27 investidores institucionais aderentes informados no site da AMEC na data de corte (26 set. 2022), 4 ainda não haviam apresentados seus respectivos relatórios referentes ao exercício de 2021. (Informações disponíveis em: https://amecbrasil.org.br/stewardship/signatarios/ e https://amecbrasil.org.br/stewardship/relatorios/. Acesso em: 26 set. 2022).

[546] LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP. **Stewardship climático no Brasil**. Um guia para investidores. 2022. p. 56. Disponível em: https://laclima.org/files/guia-stewardship-climatico-brasil-LACLIMA-FGVSP.pdf. Acesso em: 26 set. 2022; BROCCARDO, Eleonora; HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. **Exit vs. Voice**. dez. 2020. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/exit_vs_voice_1230.pdf. Acesso em: 26 set. 2022; JAMES, Chris.

Tendo em vista a crescente adesão de gestores de recursos que concentram grande parte dos recursos sob gestão a nível mundial e de relevantes investidores institucionais a inciativas como o *Principles for Responsible Investment* e ao Pacto Global da ONU, bem como da orientação de lideranças empresariais por meio de documentos como o *Business Roundtable Statement on the Purpose of a Corporation* e o Manifesto de Davos 2020 (*The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*), além de normas editadas por órgãos reguladores relacionadas a temas ESG, é possível notar uma forte tendência dos alocadores de capital a influenciarem as companhias investidas, seja por meio do exercício de poder de controle, seja por meio de *stewardship*, para a consideração de fatores ESG em seus modelos de negócio.

Para ilustrar como o *stewardship* é ferramenta eficaz para exercício de influência sobre a administração de companhias investidas, destaca-se, dentre outros, o caso da Eneva S.A.,[547] que em 2022 anunciou o compromisso de descomissionar e, consequentemente, encerrar por completo as atividades de suas usinas térmicas de geração de energia a carvão até 2040.[548] De acordo com o documento "*Stewardship* climático no Brasil", "o anúncio foi feito diante de pressões de investidores estrangeiros que alocam capital em fundos brasileiros com posição importante nos papéis da companhia".[549]

Outro exemplo digno de nota é o do relatório de *stewardship* anual divulgado pela BlackRock que, em sua edição referente ao exercício de 2021, consignou que:

> *Climate and natural capital*
> *As an asset manager, BlackRock's approach to climate risks and opportunities and the global energy transition is based on our role as a fiduciary to our clients. As the world navigates the transition to a lowcarbon economy, we are interested in hearing from companies our clients are invested in about their strategies and plans to respond to the challenges and capture the opportunities this transition creates. As companies consider climate-related risks, it is likely that they will also assess their impact and dependence on natural capital, i.e., the supply of the world's natural resources from which economic value and benefits can be derived.*

Don't Sell Your Fossil-Fuel Stock If You Want to Make a Climate-Change Difference in 2022. **Time**. 11 jan. 2022. Disponível em: https://time.com/6138266/fossil-fuel-divestment-downside/. Acesso em: 26 set. 2022.

[547] Companhia aberta brasileira, com ações negociadas na B3 (Novo Mercado).

[548] A esse respeito, vide a apresentação realizada pela Eneva S.A. no evento intitulado "Eneva Day" (ENEVA S.A. **Eneva Visão 2030**. 8 fev. 2022. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/6c663f3b-ae5a-4692-81d3-ab23ee84c1de/de5696d5-f47c-402e-175d-aa56398a7242?origin=2. Acesso em: 27 set. 2022), além de cobertura jornalística sobre o anúncio realizado (ADACHI, Vanessa. Eneva promete sair de carvão até 2040 e investir em captura de CO2 e hidrogênio. **Reset**. 8 fev. 2022. Disponível em: https://www.capitalreset.com/eneva-promete-sair-de-carvao-ate-2040-e-investir-em-captura-de-co2-e-hidrogenio/. Acesso em: 27 set. 2022; VALENTI, Graziella. Eneva 2030: empresa estanca uso de carvão e amplia fonte renovável. **Exame**. 7 fev. 2022. Disponível em: https://exame.com/exame-in/eneva-2030-empresa-estanca-uso-de-carvao-e-amplia-fonte-renovavel/. Acesso em: 27 set. 2022).

[549] LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP. op. cit., p. 17.

> *Company impacts on people*
> *BIS engages with companies to understand how they are making decisions that take into account the interests of their key stakeholders – employees, suppliers, customers and communities. We believe failure to address their interests can reverberate across a company's value chain, which may affect critical relationships and impact shareholder value*.[550]

Nota-se, portanto, efetivo movimento por parte de alocadores de capital engajados com a causa ESG (dentre eles, gestores de recursos responsáveis pela administração de parcela relevante dos ativos sob gestão a nível mundial) de engajamento com as companhias investidas para que passem a adotar fatores ESG na gestão dos negócios sociais.[551]

Tal engajamento e influência, em determinadas situações pode ser interpretada como imposição, porquanto o não atendimento às pressões de tais investidores pode resultar na mudança dos membros da administração da companhia ou mesmo o desinvestimento por parte do acionista relevante que exerce a pressão. Em ambos os casos, os efeitos são deletérios para a companhia e seus demais acionistas (no primeiro caso, questões ligadas às ineficiências geradas pela troca de administradores e, no segundo, efeitos do aumento da oferta de ações da companhia no mercado sobre o preço de tal ativo).

Nessa linha, pode-se concluir que existe uma tendência de disseminação (ou imposição, conforme o caso) de adoção de práticas ESG por parte de relevantes alocadores de capital segundo o método "de cima para baixo". Ou seja, além de considerar fatores ESG em suas atividades, as companhias investidas passam a exigir que agentes econômicos com os quais mantêm relacionamento comercial também adotem práticas ESG (caso já não o façam).

Com isso, o investidor institucional que influencia a companhia diretamente investida consegue gerar um efeito de ramificação, que pode resultar em ampla disseminação de práticas ESG para boa parte, quando não a integralidade, de determinada cadeia produtiva.

4.1.2 Imposição de adoção de práticas ESG para a cadeia de fornecimento

---

[550] BLACKROCK. **Investment Stewardship Annual Report**. January 1 – December 31, 2021. p. 15. Disponível em: https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/annual-stewardship-report-2021.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

[551] Sobre esse particular, Suren Gomtsian observa que um dos assuntos de maior relevância na governança corporativa é o crescimento das participações acionárias controladas por um pequeno grupo de gestores de recursos, que acumularam poder para influenciar decisões corporativas em praticamente todas as companhias com ações listadas em bolsa: "*One of the recent major trends in corporate governance is the growing size of public Equity capital controlled by a small number of investment managers. The largest investment managers have accumulated immense power for influencing corporate decision making in almost every publicly traded firm but often give priority to general governance themes, like increasing diversity in corporate boards and senior management, over specific themes which require a deep understanding of every portfolio firm*" (GOMTSIAN, Suren, op. cit., p. 12).

Como já adiantado, a imposição de adoção de práticas ESG para a cadeia de fornecimento das companhias investidas é outra forma de pressão exercida por investidores institucionais para disseminar e ramificar a integração de fatores ESG às mais variadas atividades econômicas.

A depender do tamanho da entidade fornecedora e do poder de barganha da "companhia ESG" consumidora, sobretudo em razão da concentração do volume de vendas da entidade fornecedora para tal companhia, pode se configurar uma situação que impactará diretamente na continuidade dos negócios da entidade fornecedora: na hipótese de a "companhia ESG" consumidora estabelecer como requisito necessário para a realização de negócios consigo que seus fornecedores adotem determinados critérios ESG, aquele fornecedor que aufere parcela relevante de sua receita em função dos negócios realizados com a "companhia ESG" se verá diante de verdadeiro dilema.

Precisará decidir entre adotar os critérios estabelecidos como requisito essencial para manutenção de relação de fornecimento pela "companhia ESG", com o custo a ele inerente (o que tende a reduzir sua lucratividade) ou encerrar sua relação comercial com a "companhia ESG", possivelmente reduzindo drasticamente o volume de suas atividades ou, nos casos de maior concentração de vendas naquele consumidor, encerrando-as por completo.

Por se tratar de decisão cujo racional é preponderantemente econômico, em cenário no qual o resultado operacional do fornecedor continua sendo positivo, as chances de o fornecedor absorver as imposições do consumidor relevante, ainda que impactem sua lucratividade, são maiores do que as chances de tal fornecedor decidir encerrar a relação de fornecimento por não concordar com os requisitos estabelecidos pelo consumidor.

Ainda porque, em hipótese de análise da possiblidade de alienação de estabelecimento ou da totalidade das ações ou quotas representativas do capital social da sociedade fornecedora, a avaliação de tal ativo possivelmente levará em consideração a não adoção das práticas ESG exigidas pelo consumidor relevante ou, alternativamente, a necessidade de adequação do estabelecimento para desenvolvimento de outro produto ou serviço, de sorte a poder atender outros consumidores. Em qualquer dos casos, haverá impacto na precificação do ativo.

Christoph Schiller analisou a influência das relações de fornecimento para disseminação de práticas ESG e concluiu que, de fato, a propagação de políticas ESG por meio da cadeia de fornecedores é uma realidade, porquanto consumidores influenciam adoção de políticas ESG por fornecedores com vistas a reduzir riscos relacionados à cadeia de

fornecimento. Além disso, constatou que as cadeias de suprimento globais atuam como canal de transmissão de requisitos regulatórios e padrões ESG internacionalmente.[552]

Por seu turno, Augustin Landier e Stefano Lovo estudaram a estratégia de fundos de investimento socialmente responsáveis que possuem investidores que pretendem obter retornos financeiro e não financeiro (performance social) e buscaram demonstrar como tais fundos podem explorar "atritos de financiamento"[553] e a cadeia de suprimentos para induzir companhias investidas a adotar políticas ESG. Os autores concluíram que:

> *The stronger an industry's financial friction, the larger the reduction in direct and/or indirect emissions that SRFs can obtain in return of their capital. The supply chain channel allows the SRFs to curb emissions in firms who are not financed by SRFs but trade with firms who are. A SRF that has a passive strategy consisting of investing in the industry with the lowest and least dangerous emissions has no impact on the level of emissions nor on social welfare*.[554]

No que diz respeito à realidade brasileira, foi possível notar, no curso da análise dos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas companhias listadas no Novo Mercado da B3 (como parte das atividades relacionadas à pesquisa empírica relatada na Seção 3.6 desta tese), que grande parte delas exige que seus fornecedores adiram a seus respectivos códigos de ética, que tratam, em diferentes medidas, de temas relacionados a ESG.

Essa abordagem, que pode ser considerada tímida para fins de indução de práticas ESG, tem efetividade duvidosa, na medida em que se baseia, na maioria dos casos, na mera assinatura de termo de adesão (ou declaração constante do contrato de fornecimento) pelo fornecedor, sem necessidade de certificação por terceiro isento ou apuração por parte da companhia consumidora.

Há casos, no entanto, em que companhias vão além da mera exigência de manifestação de adesão a seus códigos e políticas e exercem efetiva fiscalização sobre a forma de atuação de seus fornecedores, a fim de assegurar que eles, de fato, seguem as

---

[552] SCHILLER, Christoph. **Global Supply-Chain Networks and Corporate Social Responsibility**. 13th Annual Mid-Atlantic Research Conference in Finance (MARC) Paper. 01 abr. 2018. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3089311. Acesso em: 28 set. 2022.

[553] Para os autores, "atritos de financiamento" ocorrem quando há aumento da participação no capital de sociedades de determinado setor por fundos socialmente responsáveis que impactam o custo de capitais das sociedades de tal setor que não sigam as políticas ESG defendidas por tais fundos. Como decorrência de tal situação, as companhias do setor que não estejam alinhadas com a política ESG dos fundos tendem a encontrar mais dificuldade para encontrar investidores dispostos a lhes financiar, geralmente a um custo mais elevado que o dos fundos socialmente responsáveis (LANDIER, Augustin; LOVO, Stefano. **ESG Investing**: How to Optimize Impact? HEC Paris Research Paper No. FIN-2020-1363. 30 jan. 2020. p. 3. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3508938. Acesso em: 28 set. 2022).

[554] Ibidem, p. 35-36.

diretrizes fixadas pela companhia como necessárias para a manutenção de relação de fornecimento.

Pode ser citado como exemplo o caso da Guararapes Confecções S.A. (agente econômico relevante no mercado de artigos de vestuário brasileiro, por meio da cadeia de lojas Riachuelo), que, para fins de assegurar a eficácia de sua política ESG (além, obviamente, de mitigar risco de imagem), realiza auditorias de aspectos ESG na cadeia de fornecedores de produtos e nos vendedores que realizam negócios em seu *marketplace*. A atuação da referida companhia nesse campo é relatada da seguinte forma:

> Rastreabilidade da cadeia
> Contribuímos para o combate ao trabalho análogo à escravidão, a precarização do trabalho, discriminação e trabalho infantil. Implementamos políticas (due dilligence) em auditorias com aspectos sociais e ambientais na cadeia de fornecedores de produto, de primeira e segunda linha, e também em nossos vendedores do Marketplace. Divulgamos resultados das avaliações de fornecedores e as medidas tomadas.
> Auditoria de empresas fornecedoras
> Monitoramos nossos fornecedores para evitar essas práticas em toda a cadeia e garantir que o produto que chega às mãos de seus clientes é fruto de uma produção ética e justa, de ponta a ponta. Realizamos auditorias sociais em nossos fornecedores anualmente em nossa cadeia, onde são analisadas as condições de saúde e segurança no ambiente de trabalho e demais obrigações trabalhistas.[555]

Na seção dedicada a "auditorias na cadeira de fornecimento", o Relatório de Sustentabilidade (2021) da Guararapes Confecções S.A. consigna que a companhia audita anualmente 100% da cadeia de fornecimento "nível 1 e nível 2", com escopo que contempla auditorias sociais e de rastreabilidade, inclusive avaliando a capacidade produtiva dos fornecedores, com objetivo de mitigar o risco de subcontratações não reveladas.

Com isso, a mencionada companhia busca assegurar o cumprimento das boas práticas e exigências legais aplicáveis à indústria em que está inserida, combater o trabalho infantil, o trabalho forçado, práticas de discriminação e monitorar o cumprimento das legislações trabalhista e ambiental, bem como gerir o risco socioambiental em toda sua cadeia de valor, implementando filtros para impedir o relacionamento com fornecedores que "desrespeitem a sociedade e o meio ambiente". [556]

A despeito de o Relatório de Sustentabilidade da Guararapes Confecções S.A. contar com asseguração externa da Ernst & Young Auditores Independentes, a auditoria realizada foi na modalidade "asseguração limitada", com a ressalva de que "os controles internos da

[555] GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Relatório de Sustentabilidade 2021**. p. 42-43. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0c51b75c-1d63-4db0-85ed-6a34ac67fccc/4f77fb77-4110-3283-5ed4-90b2ed8f0beb?origin=2. Acesso em: 28 set. 2022.
[556] Ibidem, p. 80.

Guararapes Confecções S.A não fizeram parte de nosso escopo de asseguração limitada", pelo que se entende que os procedimentos de auditoria da cadeia de fornecedores consignados pela companhia em sua cadeia de fornecedores não fez parte do escopo e, consequentemente, não foi objeto de confirmação por auditor independente (agente externo).

Considerando o exposto ao longo desta seção, pode-se concluir que há evidências de que a imposição de práticas ESG para a cadeia de fornecimento é uma realidade no âmbito das companhias que adotam práticas ESG e que tal método tem potencial para difundir e ramificar as práticas ESG em toda a cadeia produtiva de determinado setor econômico, "de cima para baixo".

4.1.2.1 O dever de diligência em matéria de sustentabilidade e seus impactos na cadeia de valor das companhias

Em fevereiro de 2022 a Comissão Europeia divulgou proposta de Diretiva[557_558] que visa orientar a disciplina do dever de diligência de agentes econômicos relacionados à sustentabilidade e tem por objetivo fomentar práticas empresariais sustentáveis e negócios responsáveis nas cadeias de valor[559] a nível global.

Nos termos da Proposta de Diretiva, os agentes econômicos passarão a ter a obrigação de identificar e, se necessário, prevenir, eliminar ou atenuar os impactos adversos das suas operações nos campos dos direitos humanos (*e.g.* trabalho infantil e a exploração dos trabalhadores) e no ambiente (*e.g.* poluição e a extinção de biodiversidade).

A Proposta de Diretiva busca proporcionar segurança jurídica e condições de concorrência equitativas aos agentes econômicos, porquanto a adoção voluntária de práticas de diligência por determinados agentes (sem norma cogente que obrigue todos os agentes de determinado mercado ou segmento de mercado) pode gerar distorções concorrenciais.

---

[557] Importa observar que diretiva "é um ato legislativo que fixa um objetivo geral que todos os países da UE devem alcançar. Contudo, cabe a cada país elaborar a sua própria legislação para dar cumprimento a esse objetivo" (UNIÃO EUROPEIA. **Regulamentos, diretivas e outros atos legislativos**. Disponível em: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pt. Acesso em: 22 out. 2022).

[558] UNIÃO EUROPEIA. COMISSÃO EUROPEIA. **Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937**. COM/2022/71 final. Bruxelas, 23 fev. 2022. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2022%3A0071%3AFIN. Acesso em: 1 out. 2022.

[559] De acordo com a Proposta de Diretiva, "Cadeia de valor" significa "as atividades relacionadas com a produção de bens ou a prestação de serviços por uma empresa, incluindo o desenvolvimento do produto ou do serviço e a utilização e eliminação do produto, bem como as atividades conexas das relações empresariais estabelecidas a montante e a jusante da empresa. [...]". Por sua vez, o termo "relações empresariais estabelecidas" é definido como "uma relação empresarial, direta ou indireta, que é, ou se prevê que seja duradoura, tendo em conta a sua intensidade ou duração, e que não represente uma parte pouco significativa ou meramente acessória da cadeia de valor".

Nesse sentido, caso aprovada, a Diretiva proposta se aplicará aos seguintes agentes econômicos:

(i) Agentes econômicos sediados no território da União Europeia – Grupo 1: todas as "sociedades de responsabilidade limitada" da União Europeia com dimensão e poder econômico substanciais, assim caracterizadas aquelas com mais de 500 trabalhadores e 150 milhões de Euros de volume de negócios líquido a nível mundial;

(ii) Agentes econômicos sediados no território da União Europeia – Grupo 2: outras "sociedades de responsabilidade limitada" que operem em setores de elevado impacto (previamente definidos), ainda que não atinjam os indicadores do Grupo 1, mas que possuam mais de 250 trabalhadores e volume de negócios líquido de 40 milhões de Euros ou superior a nível mundial;

(iii) Agentes econômicos de países que não pertentem à União Europeia, mas que realizam negócios na União Europeia em volume correspondente aos dos Grupos 1 e 2.

Em síntese, os deveres decorrentes da Diretiva proposta aplicam-se ao agente econômico, suas filiais e suas cadeias de valor (incluindo as relações comerciais estabelecidas diretas e indiretas) e, para cumpri-los, os agentes econômicos deverão integrar o dever de diligência em matéria de sustentabilidade em suas estratégias empresariais; identificar impactos adversos (sejam eles já existentes ou potenciais) nos direitos humanos e no ambiente; prevenir ou atenuar potenciais impactos; eliminar os impactos existentes ou minimizá-los; estabelecer e manter procedimento de reclamação; controlar a eficácia da estratégia e das medidas em matéria de dever de diligência; e fazer comunicações públicas sobre o dever de diligência.

A técnica empregada pela Proposta de Diretiva não é novidade, mas sua abrangência sim. Note-se que Regulamento sobre "Minérios Zonas de Conflito"[560], de 2017, já estabelecia deveres de diligência semelhantes ao da Proposta de Diretiva aos agentes econômicos da União Europeia que importassem estanho, tântalo, tungstênio e ouro provenientes de zonas de conflito e de alto risco.

[560] UNIÃO EUROPEIA. PARLAMENTO EUROPEU. **Regulamento (UE) 2017/821**. Bruxelas, 17 mai. 2017. Estabelece as obrigações referentes ao dever de diligência na cadeia de aprovisionamento que incumbe aos importadores da União de estanho, de tântalo e de tungsténio, dos seus minérios, e de ouro, provenientes de zonas de conflito e de alto risco. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0821&qid=1665408870536. Acesso em: 1 out. 2022.

Estabelecendo o dever de diligência relacionado à sustentabilidade e determinando que essa regra seja aplicada em relação à cadeia de valor dos agentes econômicos sediados em território abrangido pela União Europeia, a Diretiva proposta pretende mitigar riscos decorrentes das cadeias de valor de fora da União Europeia, onde, segundo a exposição de motivos da Proposta, entre 80% e 90% dos danos ambientais decorrentes da produção europeia podem ocorrer.[561]

Cabe notar, ainda, que a efetividade das normas internas de cada país-membro decorrentes da Diretiva proposta será assegurada por meio de supervisão administrativa, por meio de autoridade com competência para supervisionar e sancionar os agentes que descumprirem as regras relacionadas ao dever de diligência em matéria de sustentabilidade.

Além disso, a Proposta veicula previsão expressa de responsabilidade civil em caso de descumprimento dos deveres impostos e esse descumprimento tiver dado origem a um efeito negativo que deveria ter sido identificado, prevenido, atenuado, cessado ou minimizado, ocasionando danos.

Para além da Proposta de Diretiva em discussão no âmbito da União Europeia, a OCDE também milita pela implementação de dever de diligência socioambiental para agentes econômicos, possuindo inclusive relevante foro de discussão e produção de conhecimento sobre o tema, o OCDE *Due Diligence Policy Hub*.[562]

No âmbito das atividades do referido foro, a OCDE publicou, dentre outras, duas importantes obras relacionadas ao tema, uma destinada a orientar os agentes econômicos a respeito do dever diligência para uma conduta empresarial responsável (Guia da OCDE de Devida Diligência para uma Conduta Empresarial Responsável)[563] e outra destinada a legisladores em geral, a respeito do papel da sustentabilidade em iniciativas de dever de diligência obrigatório (*The role of sustainability initiatives in mandatory due diligence: Note for policy makers*).[564]

---

[561] UNIÃO EUROPEIA. COMISSÃO EUROPEIA. **Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937**. COM/2022/71 final. Bruxelas, 23 fev. 2022. p. 9. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2022%3A0071%3AFIN. Acesso em: 1 out. 2022.

[562] OCDE. **Due Diligence Policy Hub**. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/due-diligence-policy-hub.htm. Acesso em: 2 out. 2022.

[563] OCDE. **Guia da OCDE de devida diligência para uma conduta empresarial responsável**. 2018. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/guia-da-ocde-de-devida-diligencia-para-uma-conduta-empresarial-responsavel-2.pdf. Acesso em: 2 out. 2022.

[564] OCDE. **The role of sustainability initiatives in mandatory due diligence**: note for policy makers. 2022. Disponível em: https://mneguidelines.oecd.org/the-role-of-sustainability-initiatives-in-mandatory-due-diligence-note-forpolicy-makers.pdf. Acesso em: 2 out. 2022.

Logo, é possível notar um movimento, ainda que incipiente, no sentido de estabelecer que o dever de diligência dos administradores de sociedade empresária deve abarcar temas de sustentabilidade, a fim de identificar, prevenir, remediar ou mitigar riscos tanto na própria entidade que administre quanto em sua cadeia de valor.

Caso a Proposta de Diretiva seja aprovada, é provável que gere um "efeito cascata", provocando a edição de leis semelhantes por países que possuem relação comercial relevante com países do bloco da União Europeia, como uma forma de, ao mesmo tempo, facilitar a implementação das novas regras por partes dos agentes econômicos do bloco e evitar efeitos negativos em suas balanças comerciais decorrentes de eventual extinção de relação de fornecimento em razão de desconformidade ou representação de risco socioambiental elevado para os agentes econômicos europeus.

Fato é que essas iniciativas tendem a fazer com que, no exercício do dever de diligência em matéria de sustentabilidade, as companhias passem a realizar auditorias em seus fornecedores (com diferentes escopos e graus de aprofundamento, de acordo com a situação e nível de risco envolvendo o fornecedor) ou a exigir que apresentem certificações emitidas por terceiros sem conflito de interesse (geralmente, auditores independentes) referente à conformidade em relação ao cumprimento de regras e nível de riscos socioambientais.

Esse movimento corrobora a percepção de tendência de disseminação de práticas ESG "de cima para baixo", porquanto, a fim de mitigar riscos (inclusive e sobretudo de imagem) e evitar sanções e responsabilidade,[565] os agentes econômicos de maior porte

[565] Ilustram esse raciocínio dois casos envolvendo a rede de supermercados Carrefour, ambos ocorridos no Brasil. O primeiro deles ocorreu em 2018 e é conhecido como "Caso Manchinha", no qual um segurança terceirizado de uma unidade do supermercado, localizada em Osasco, na Grande São Paulo, causou a morte de um cão abandonado que frequentava o espaço e era conhecido de funcionários e clientes, após envenená-lo e espancá-lo com uma barra de ferro. O episódio gerou uma onda de protestos em todo o país, impulsionado, principalmente, pelas redes sociais, implicando num dano reputacional ao Carrefour. Além da responsabilização pessoal do segurança, que respondeu por crime de abuso e maus-tratos aos animais, também foi celebrado Termo de Compromisso entre o Carrefour, o Ministério Público de São Paulo e o Município de Osasco, no qual ficou estabelecido que "[...] irá reverter R$ 1 milhão a fundo ligado à causa que será criado pelo município, sendo R$ 500 mil destinados para a castração de cães e gatos, R$ 350 mil à compra de medicamentos para o Hospital Municipal Veterinário ou canil municipal e R$ 150 mil à compra de ração para associações, ONGs e demais entidades na cidade [...] O Carrefour reforça ainda que já implementa extenso plano de ação em prol da causa animal, estruturado com o apoio de diversas ONGs e entidades, com ações concretas em curso na cidade de Osasco e no país. As informações estão disponíveis no canal criado exclusivamente para informar a sociedade sobre essas e outras iniciativas: carrefour.com.br/causa-animal" (G1 SP. Caso Manchinha: Carrefour terá de depositar R$ 1 milhão em fundo para cuidados a animais: O fundo será criado pelo município de Osasco e será destinado a ações com animais. **Portal G1 SP**. 15 mar. 2019. Disponível em: https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2019/03/15/caso-manchinha-carrefour-tera-de-depositar-r-1-milhao-em-fundo-para-cuidados-a-animais.ghtml. Acesso em: 21 out. 2022). O segundo episódio, conhecido como "Caso João Alberto", ocorreu em uma loja da rede Carrefour em Porto Alegre. Em 2020, na véspera do Dia da Consciência Negra, um homem negro chamado João Alberto foi espancado até a morte por dois seguranças terceirizados do Carrefour (pertencentes aos quadros da Vector Segurança), em ação filmada por testemunhas. Novamente, a rede foi alvo de protestos públicos. O Carrefour firmou Termo de Ajustamento de Conduta com a Defensoria Pública do RS, o

possivelmente adotarão critérios elevados de conformidade ESG que deverão ser observados pelos seus fornecedores, além de exigir que esses fornecedores se certifiquem que seus respectivos fornecedores também os observam e assim sucessivamente.

Com a inclusão, por lei, do fator sustentabilidade na abrangência do dever de diligência, com a devida sanção pelo descumprimento, busca-se fazer com que o próprio mercado se regule no que diz respeito à sustentabilidade, prestigiando os agentes econômicos que administram corretamente os riscos socioambientais de suas atividades e penalizando aqueles que não o fazem.

Assim, vislumbra-se maior efetividade tanto da legislação socioambiental quanto das diretrizes voluntariamente traçadas pelos agentes econômicos, assegurando-se que as informações por eles divulgadas sejam compatíveis com as práticas implementadas.[566]

4.2 ESG e geração de valor para acionistas

Uma das justificativas para a adoção de práticas ESG por companhias é a geração de valor no longo prazo. O racional por trás dessa teoria é a de que, ao integrar práticas sustentáveis em suas operações diárias, a companhia pode otimizar a administração dos riscos aos quais está exposta, mitigando perda de valor e, ao mesmo tempo, gerar ganhos de médio e longo prazos.

Em outras palavras, sustenta-se que a adoção de práticas de responsabilidade social corporativa pode auxiliar na gestão eficiente dos fatores de risco que se relacionam com as atividades da companhia e, com isso, gerar valor no longo prazo, com o bônus de ganhos reputacionais junto aos *stakeholders*.

Nessa linha, o relatório *Who cares wins*, já comentado na Seção 2, concluiu que companhias com melhor performance ESG podem gerar valor para o acionista em razão de

---

Ministério Público Federal, o Ministério Público do RS, o Ministério Público do Trabalho, e a Defensoria Pública da União, o qual prevê a destinação de R$ 68 milhões para a concessão de bolsas de estudo em cursos de graduação e pós-graduação direcionadas a pessoas negras. O edital decorrente desse TAC foi lançado em agosto de 2022. Além dele, o TAC prevê que o aporte de mais R$ 47 milhões em ações de enfrentamento ao racismo: "Estão previstos investimentos em redes incubadoras e aceleradoras de empreendedores negros, em campanhas educativas e projetos sociais e culturais" (G1 RS. Caso João Alberto: Carrefour lança edital de R$ 68 milhões para concessão de bolsas a estudantes negros: Documento é consequência do Termo de Ajustamento de Conduta (TAC) assinado pela rede de supermercados após morte de homem negro espancado por seguranças. **Portal G1 RS**. 04 ago. 2022. Disponível em: https://g1.globo.com/rs/rio-grande-do-sul/noticia/2022/08/04/caso-joao-alberto-carrefour-lanca-edital-de-r-68-milhoes-para-concessao-de-bolsas-a-estudantes-negros.ghtml. Acesso em: 21 out. 2022).

[566] Por conseguinte, chama-se atenção para o conceito de "Walk the talk", o qual significa que é preciso agir, na prática, conforme o discurso que se veicula. Basicamente, significa dizer que o discurso deve estar alinhado à prática, sob pena de se tornar vazio. Dessa forma, são evitados fenômenos como *greenwashing* e *whitewashing*, já referenciados neste trabalho.

melhor gerenciamento de risco relacionado a questões ESG, por antecipar mudanças regulatórias, tendências de consumo e por acessar novos mercados ou reduzir custos, tudo isso acoplado a relevante impacto positivo em sua reputação e suas marcas, com potencial de aumento do valor de empresa.[567]

Ana Cláudia Redecker e Luiza de Medeiros Trindade, ao se referirem a "empresas ESG" tanto como aquelas que "evitam danos ao meio ambiente e conduzem licitamente suas atividades" quanto aquelas que "promovem ações consideradas socialmente positivas, por vezes inclusive distintas de sua atividade fim", sustentam que as práticas ESG não corresponderiam a filantropia; seriam, de fato, "estratégia de adaptabilidade das companhias frente às necessidades do mundo contemporâneo e aos desafios que o futuro representa", no que concluem que, por óbvio, se tais práticas resultarem apenas em prejuízo, sem agregar valor às companhias que as desempenham, tenderão a ser deixadas de lado, como mera "tendência passageira".[568]

Na visão das mencionadas autoras, em horizonte de curto prazo, aqueles agentes econômicos que não passarem a adotar fatores ESG na condução de seus negócios e se engajarem efetivamente nesse sentido enfrentarão o risco de perda de investimentos. Analisando tal assertiva sob a ótica do binômio "gerenciamento de risco x aproveitamento de oportunidades", pode-se sustentar que, ao mitigar o risco de perda de investimentos e acesso a capital a custo competitivo (por meio da adoção de práticas ESG), está-se gerando valor para o acionista a médio e longo prazos.

Isso porque, além de assegurar a existência da companhia dentro de mercado competitivo e que tende a valorizar cada vez mais os atributos ESG, a entidade perceberia, como geração de valor, a arbitragem de taxas de financiamento (diferença entre as taxas praticadas para agentes alinhados com as práticas ESG e as praticadas para os demais agentes), melhor precificação de suas ações em bolsa de valores (para o caso das companhias abertas com ações admitidas a negociação) e, ao mesmo tempo, apuraria os benefícios reputacionais e valorização de marca, o que possivelmente reflete em geração de receita.[569]

---

[567] ONU. THE GLOBAL COMPACT. op. cit., p. 9.

[568] REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros. op. cit., p. 91-92.

[569] Nesse contexto, é interessante citar o caso da Natura e sua ferramenta de gestão integrada, a *Integrated Profit & Loss* ou *IP&L*, que permitiu o até então inédito cálculo em valores econômicos dos impactos socioambientais de suas atividades. A metodologia parte do relatório de lucros e perdas para "medir e reportar os impactos ambientais e sociais dos negócios de forma integrada aos resultados financeiros. O diferencial do IP&L é permitir que esses impactos sejam traduzidos em valores econômicos, falando a língua de investidores e analistas. Internamente, torna-se uma poderosa ferramenta de gestão estratégica ao trazer dados para embasar a tomada de decisão para alocação de capital em atividades que maximizem os benefícios gerados pelo negócio". O primeiro relatório, divulgado em 2022 com base nas atividades de 2021, indica que a Natura gerou R$ 1,50 em benefícios socioambientais para cada R$ 1,00 em receita com vendas de produtos da marca Natura na América

Em estudo divulgado pela consultoria McKinsey, Witold Henisz, Tim Koller e Robin Nutall identificaram cinco fatores de criação de valor para companhias relacionadas a práticas ESG: (i) uma abordagem ESG consistente pode levar a companhia a explorar novos mercados e expandir sua atuação nos que já atua; (ii) práticas ESG podem reduzir custos, por meio do combate ao aumento de gastos operacionais (tais como os custos matéria prima, água e energia); (iii) redução de intervenções regulatórias e legais (práticas ESG consistentes tenderiam a reduzir tanto a pressão regulatória sobre as companhias, quanto o risco de ação governamental adversa para suas atividades; pelo contrário, pode até gerar como efeito o apoio governamental às suas atividades); (iv) atração e retenção de talentos, além do aumento de produtividade, ao incutir senso de propósito entre os colaboradores; e (v) otimização de investimentos e de ativos, na medida em que uma proposta ESG substancial pode maximizar retorno sobre investimentos, ao induzir a alocação de capital em oportunidades de investimento mais promissoras e sustentáveis, além de fazer com que a companhia evite investimentos que podem não gerar retorno positivo em razão de questões ambientais de longo prazo.[570]

Ao fazer referência ao conteúdo do Manifesto Davos 2020,[571] Ana Frazão entende que há uma proposta para que o desempenho das companhias passe a ser avaliado também com base no atendimento de objetivos ambientais, sociais e de governança, além, obviamente, do retorno financeiro aos acionistas. Assim, a autora vislumbra que o fenômeno ESG vem apresentando foco tanto na aferição de benefícios econômicos diretos quanto indiretos,

---

Latina, sendo "R$ 12 bilhões de faturamento no ano para R$ 18 bilhões em impactos positivos líquidos (já descontados os impactos negativos)" (NATURA. Natura gera benefícios à sociedade de R$ 1,5 para cada R$ 1 de receita. Entenda. **Capital Reset**. 2 jun. 2022. Disponível em: https://www.capitalreset.com/natura-gera-beneficios-a-sociedade-de-r-15-para-cada-r-1-de-receita-entenda/. Acesso em: 21 out. 2022). Observa-se que esse modelo foi desenvolvido como piloto pela marca Natura para todo o Grupo Natura & Co, que engloba as marcas Natura, Avon, *The Body Shop* e *Aesop*. Com efeito, nota-se que a Natura tem se firmado cada vez mais no mercado e na percepção dos consumidores como um agente econômico que pauta suas atividades de acordo com critérios de sustentabilidade. Conforme os resultados da pesquisa conduzida pela Consultoria *Walk the Talk by La Maison*, previamente abordada na Seção 3, a Natura foi a marca mais associada ao ESG pelos consumidores brasileiros, os quais esperam que as sociedades empresárias adotem mais ações ESG em suas operações. Indica-se, portanto, uma tendência de valorização, pelos consumidores, de marcas associadas a essa agenda (MATSUE, Carla. Estudo mostra quais são as empresas campeãs em ESG do Brasil na opinião de consumidores. **Valor Investe**. 15 jun. 2022. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/06/15/estudo-mostra-quais-sao-as-empresas-campeas-em-esg-do-brasil-na-opiniao-de-consumidores.ghtml. Acesso em: 7 out. 2022).

[570] HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin. op. cit., p. 1.

[571] WORLD ECONOMIC FORUM. **Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution**. Davos (Suíça): World Economic Forum, 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: 29 mar. 2022.

notadamente, montantes que a companhia pode economizar ao evitar incidentes e danos envolvendo as áreas abrangidas pelo ESG.[572]

Esse também é o entendimento de Julya Wellisch, para quem a abordagem sustentável dos negócios sob o prisma da responsabilidade corporativa teria a capacidade não somente de potencializar a eficiência da companhia, como também de gerar conformidade ante os "crescentes requisitos regulatórios, reduzir a probabilidade de multas, melhorar a satisfação e a produtividade dos funcionários, além de impulsionar a inovação, inclusive introduzindo novas linhas de produtos".[573]

Aparentemente, a correlação entre a adoção de práticas ESG e geração de valor de fato existe. Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen analisaram mais de 2000 estudos empíricos a respeito da relação entre a adoção de fatores ESG e a performance financeira das companhias e atestaram que a grande maioria dos estudos que compuseram a amostra pesquisada apontam impacto positivo da adoção de práticas ESG nos resultados das companhias.[574]

Além do valor propriamente dito, é importante se atentar para a precificação de determinado ativo negociado em mercado. Sem dúvida, possuir determinado ativo cujo valor (apurado em laudo de avaliação, por exemplo) é maior que o preço praticado nas negociações realizadas envolvendo aquele mesmo ativo no mercado, consiste em situação não desejada por qualquer investidor, porquanto, caso necessite monetizar tal ativo, não conseguirá obter preço correspondente ao valor correspondente, segundo sua avaliação.

À luz do fenômeno ESG e, sobretudo, da crescente inclusão de fatores ESG na análise de investimentos por parcela relevante da indústria de gestão de recursos, pode-se identificar tendência a aumento da relevância de questões ESG na ponderação de fatores no âmbito de análise para tomada de decisão sobre comprar, vender ou manter determinado valor mobiliário em carteira.

Nessa linha, é razoável afirmar que, se parcela preponderante dos agentes que negociam ativos em determinado mercado leva em consideração a performance das companhias emissoras de tais ativos em relação a fatores ESG, existe uma tendência tanto à venda de ativos que não integram fatores ESG em suas operações quanto à decisão de não mais comprá-los por tais agentes.

---

[572] FRAZÃO, Ana. O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. São Paulo, v. 1, p. 79-109, dez. 2021. p. 90-91.
[573] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. op. cit., p. 343.
[574] FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander, op. cit., p. 210-233.

Como decorrência do efeito básico da lei da oferta e da procura no âmbito do mercado de capitais, é de supor que o preço do ativo em questão tende a ser reduzido, tendo em vista o aumento do número de ofertas de venda (no caso de desfazimento de posições naquele determinado ativo) ou a redução de sua liquidez (com a redução do volume de negócios, ante decisão de não mais adquirir aquele papel por parcela preponderante de agentes do mercado).

Assim, fica claro que, verificando-se, na prática, a premissa de que parcela substancial dos investidores de determinado mercado leva em consideração a forma como as companhias emissoras de valores mobiliários lidam com as questões ESG, não só a integração de fatores ESG às suas atividades, mas sobretudo a forma e os resultados de tal integração, produzirão efeitos na precificação dos valores mobiliários emitidos por tal companhia negociados em mercado.

Por isso, apesar de se reconhecer que os conceitos de "valor" e "preço" são distintos, pode-se entender que, também por sua capacidade de influenciar a formação de preço da ação da companhia em mercado, a adoção de práticas ESG gera valor para o acionista.

Contudo, toda a construção a respeito da abordagem de práticas ESG como fator de geração de valor não é imune a críticas.

Praticamente todo texto que aborda o tema ESG em relação a companhias, seja ele acadêmico, jornalístico, educativo (geralmente elaborado por associações ou entidades ligadas ao tema) ou ativista (elaborado por organismos multilaterais, agências ou iniciativas que têm por objetivo disseminar práticas ESG) repete e repercute a máxima de que a "integração ESG gera valor no longo prazo". No entanto, há que se convir que tal construção argumentativa, ainda que possua correlação lógica, se trata de exercício de futurologia (ou seja, consiste em profecia ou aposta) porquanto dependem de comprovação cabal de tal relação, baseada em dados concretos relacionados a despesas e retornos em cenários de integração ou não integração de fatores ESG na gestão de companhia.

Essa constatação não deve ser encarada como uma negativa à tese de correlação entre integração ESG e geração de valor, mas como um protesto sobre a forma como é disseminada, como se verdade absoluta fosse, enquanto, em realidade, depende de vários fatores para ganhar efetividade e concretude e, portanto, deveria ser abordada com as reservas e alertas necessários.

Com efeito, pode ocorrer que a adoção de uma determinada prática de responsabilidade social corporativa com viés ESG (isto é, uma conduta que não é legalmente exigível de uma companhia) possa ter por objetivo mitigar um risco relacionado à temática

ESG e, ao mesmo tempo, gerar oportunidade de geração de valor no longo prazo, o que corresponderia à lógica de um investimento propriamente dito.

Entretanto, para ser legitimamente implementada pela administração de companhia sob essa bandeira, a decisão corporativa a ela atrelada deve ser tomada com base (i) em criterioso estudo a respeito dos custos e do retorno esperado, com base nas técnicas de avaliação de projetos empresariais e (ii) análise comparativa que contemple o cenário de sua não implementação. Somente a partir dessa providência poder-se-á falar em legítima expectativa de geração de valor no longo prazo em razão da adoção de determinada prática ESG. Nesse caso, pode-se inclusive tratá-lo por "investimento" ESG.

Nada obstante isso, é perfeitamente possível (e também pode ser legítima, a depender do contexto fático) a adoção de determinada prática ESG pela companhia, ainda que não represente geração de valor no longo prazo. Nesse caso, poderá corresponder a ato de responsabilidade social corporativa, em sua acepção original, dentro da margem de discricionariedade atribuída à administração, nos termos do artigo 154, § 4º, da Lei n° 6.404/1976.

Outra possibilidade de enquadramento do "projeto de investimento ESG" que não apresenta retorno positivo é como prática de controle ou mitigação de risco. Nesse caso, a companhia pode adotar determinada prática ESG como espécie de "seguro" que, além da mitigação de determinado risco decorrente da atividade empresarial por ela desenvolvida, é atrelado a retorno não financeiro, notadamente, o benefício reputacional proporcionado por tal prática.

Ou seja, o enquadramento da prática adotada pela companhia dependerá da abordagem sustentada por sua administração. Em outras palavras, sobre como a história será contada, como dito acima. Sobre esse aspecto, vale transcrever a análise de John C. Coffee:

> *[...] Most notably, Professors Max M. Schanzenbach and Robert H. Sitkoff have drawn a sharp distinction between (1) ESG investing based on moral or ethical reasons or to achieve various collateral benefits (such as, I suppose, saving the Earth), and (2) ESG investing intended to improve risk-adjusted returns.*
> *This distinction between (in their words) "collateral benefit" ESG investing and "risk-return" ESG investing seemingly makes everything depend on the fiduciary's motive. Realists will, of course, recognize that, once risk-averse fiduciaries are properly advised as to the law, they will express the legally proper motive and deny the legally improper motive. (Hey guys, isn't that what lawyers are for?). Thus, under this approach, the practical risk of fiduciary liability seems relatively small*.[575]

[575] COFFEE, John C. The future of disclosure: ESG, common ownership, and systematic risk. **European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020**. 16 mar. 2021. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3678197. Acesso em: 24 mar. 2022.

Os aspectos relacionados à adoção de práticas ESG como forma de controle de risco serão objeto de estudo na Seção 4.3 abaixo. Antes, porém, será analisada a vinculação de incentivos de longo prazo a membros da administração de companhias a metas relacionadas a fatores ESG.

4.2.1 Vinculação de incentivos de longo prazo da administração a metas ESG

Como visto, a geração de valor a longo prazo se relaciona diretamente com o interesse social da companhia. Em princípio, salvo nos casos de sociedade de propósito específico, a companhia não desenvolve suas atividades tendo como horizonte prazo de duração determinado. Ao contrário, a estruturação dos modelos de negócio tende a considerar a perenidade da atuação de tal agente no mercado (isto é, crescimento constante).

Esse aspecto não passa despercebido no âmbito da indústria de gestão de recursos, tal como corrobora o seguinte trecho da Carta de Larry Fink aos CEOs do ano de 2022:

> A BlackRock quer que as empresas em que investimos para nossos clientes evoluam e cresçam para que gerem retornos atraentes por décadas. Como investidores de longo prazo, temos o compromisso de trabalhar com empresas de todos os setores. Mas também temos de ser ágeis e garantir que os ativos dos nossos clientes sejam investidos, de acordo com os seus objetivos, nas empresas mais dinâmicas – quer sejam iniciantes ou já estabelecidas – com as melhores chances de sucesso ao longo do tempo. Esse é o nosso trabalho, como capitalistas e como administradores.[576]

Conforme já registrado, fato é que durante muito tempo a premissa de que a companhia teria como único propósito a maximização dos lucros para distribuição aos acionistas – na maioria dos casos acima de quaisquer outros interesses – perdurou como lógica praticamente inconteste.[577]

---

[576] BLACKROCK. **Carta de Larry Fink aos CEOs 2022**: O Poder do Capitalismo. 2022. Disponível em: https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 25 out. 2022.

[577] Nesse sentido: "*A significant portion of the academic and public debate on corporations during the last 50 years has been largely based on two assumptions: (i) equity investors have the sole goal of maximising their financial returns relative to a risk they are willing to accept; (ii) companies' other stakeholders and society at large should have their well-being properly considered in contracts and statutes (e.g. employment contracts and environmental laws). If these assumptions hold in reality, the maximisation of long-term shareholder value would be the optimal purpose for corporations, namely because of the following: a. directors and key executives would be clearly accountable to the sole goal of maximising shareholders' wealth within what is legally permissible b. society's welfare would be maximised when a company increases its profits, assuming that market failures – including asymmetries of information – should have been corrected by the state*" (OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 68. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022).

Não obstante, o desenvolvimento do paradigma do capitalismo de *stakeholders* vem paulatinamente transformando o debate ao introduzir a lógica segundo a qual essa busca de valor a longo prazo pelas organizações não deve estar alijada da consideração das necessidades de todas as partes interessadas e da promoção do bem-estar social.[578]

Nesse cenário, argumenta-se que boas práticas ESG serviriam à melhoria da performance financeira e sustentabilidade da companhia a médio e longo prazos. Em estudo de meta-análise no qual foram categorizadas mais de 200 fontes, Gordon Clark, Andreas Feiner e Michael Viehs sustentam a obtenção de notável correlação entre a existência de práticas negociais sustentáveis diligentes e performance econômica e apresentam conclusões corroborando a relevância das estratégias ESG para a performance de longo prazo das companhias:

> *1. It is in the best long-term interest of corporate managers to include sustainability into strategic management decisions.*
> *2. It is in the best interest of institutional investors and trustees, in order to fulfill their fiduciary duties, to require the inclusion of sustainability parameters into the overall investment process.*
> *3. Investors should be active owners and exert their influence on the management of their invested companies to improve the management of sustainability parameters that are most relevant to operational and investment performance.*
> *4. It is in the best interest of asset management companies to integrate sustainability parameters into the investment process to deliver competitive risk-adjusted performance over the medium to longer term and to fulfill their fiduciary duty towards their investors.*
> *5. The future of active ownership will most likely be one where multiple stakeholders (such as individual investors and consumers) are involved in setting the agenda for the active ownership strategy of institutional investors.*
> *6. There is need for ongoing research to identify which sustainability parameters are the most relevant for operational performance and investment returns*.[579]

---

[578] Em análise sobre o ecossistema do valor compartilhado, Mark Kramer e Marc Pfitzer debatem as oportunidades que podem ser aproveitadas pelas companhias ao realizarem parcerias com governos, organizações não-governamentais e até mesmo outras companhias concorrentes na captura de benefícios oriundos do progresso social. Chamam atenção para o fato de que, historicamente, as companhias dificilmente se colocavam como agentes capazes de impactar a mudança social, a despeito de uma clara conexão entre sucesso negocial e progressos sociais, conforme se depreende do trecho a seguir: "*In the past, companies rarely perceived themselves as agents of social change. Yet the connection between social progress and business success is increasingly clear. Consider these examples: The first large-scale program to diagnose and treat HIV/AIDS in South Africa was introduced by the global mining company Anglo American to protect its workforce and reduce absenteeism. The €76 billion Italian energy company Enel now generates 45% of its power from renewable and carbon-neutral energy sources, preventing 92 million tons of CO2 emissions annually. And MasterCard has brought mobile-banking technology to more than 200 million people in developing countries who previously lacked access to financial services*" (KRAMER, Mark R.; PFITZER, Marc W. The Ecosystem of Shared Value. **Harvard Business Review**, 94, n. 10. pp. 80-89. out. 2016. p. 80. Disponível em: https://hbr.org/2016/10/the-ecosystem-of-shared-value. Acesso em: 22 out. 2022).

[579] CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael. **From the stockholder to the stakeholder**: how sustainability can drive financial outperformance. Oxford: University of Oxford, Arabesque Partners, 2015. p. 48. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2508281. Acesso em: 24 out 2022.

Mais recentemente, o *NYU Stern Center for Sustainable Business* e a *Rockefeller Asset Management* publicaram estudo conjunto de meta-análise sobre mais de 1.000 artigos científicos publicados entre 2015 e 2020, concluindo que 58% dos artigos analisados encontraram correlação positiva entre práticas ESG e métricas operacionais e financeiras, enquanto 13% demonstraram impacto neutro, 21% indicaram resultados mistos (hipótese em que o mesmo estudo apresentou resultados positivos, neutros ou negativos) e 8% mostraram resultado negativo.[580]

Assim, é razoável afirmar que o alcance de melhor desempenho financeiro a longo prazo por meio da adoção de estratégia ESG demanda verdadeira transformação na cultura organizacional das companhias, conforme vem sendo sustentado ao longo deste trabalho.

Nesse cenário, uma das formas de promover o alinhamento da administração para o atingimento desse objetivo é a vinculação remuneração variável dos administradores da companhia ao cumprimento de metas ESG.

Importa observar que, embora a maior parte dos componentes das políticas de remuneração ainda esteja relacionada a métricas financeiras, o movimento de incorporação de métricas ESG pelas companhias nesses planos já é uma realidade.

No âmbito mundial, dados apontam que em 90% das 9.000 maiores companhias (com quase USD 104,5 trilhões de capitalização de mercado ao final de 2021), os planos de remuneração dos administradores estão vinculados a medidas de desempenho. Além disso, 30% das companhias com políticas de remuneração para administradores vinculam a remuneração variável ao desempenho em relação a métricas ESG.[581]

De acordo com pesquisa conduzida pela OCDE junto a companhias abertas brasileiras, é possível identificar a mesma tendência na realidade brasileira: 79% das companhias integrantes do índice IBOVESPA informaram possuir políticas de remuneração executiva atrelada a métricas e metas de desempenho ESG.[582]-[583]

---

[580] WHEELAN, T. *et al*. **ESG and financial performance**: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 – 2020. NovaYork: NYU Stern Center for Sustainable Business, Rockefeller Asset Management. 2021. p. 2. Disponível em: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf. Acesso em: 25 out. 2022.

[581] OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 71. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022.

[582] OCDE, loc. cit.

[583] Não obstante, o detalhamento de como as métricas ESG influenciam o cálculo da remuneração variável não é divulgado de forma clara e transparente pela maioria das companhias, conforme se notou da pesquisa empírica relatada na Seção 3.5.

Embora essa associação positiva entre desempenho ESG e performance financeira esteja ganhando cada vez mais espaço na prática empresarial, é imprescindível que as companhias elaborem adequadamente suas políticas de remuneração variável vinculadas à agenda ESG. É necessário que as metas condicionantes da remuneração sejam objetivas e transparentes, além de pertinentes ao negócio desenvolvido no âmbito da organização e alinhadas ao interesse social.

Caso contrário, tais medidas podem gerar como reflexo o efeito oposto à ideia de criação de valor a partir da captação e retenção de profissionais talentosos comumente apontada como uma das principais vantagens em se estruturar as atividades empresariais em torno de uma agenda ESG.

4.3 ESG como controle de risco

Como já adiantado nas seções anteriores, acompanhado das devidas críticas, práticas ESG têm sido adotadas por companhias sob a justificativa de se tratar de ações visando melhor administração dos riscos que envolvem sua atividade.

Sobre esse particular, cabe reiterar a crítica formulada na Seção 2.3, no sentido de que o controle de riscos inerente à atividade empresarial desenvolvida por companhia já está abarcado no dever de diligência de seu administrador, que, em relação a questões ambientais, deve necessariamente observar o princípio da prevenção. Logo, entende-se que a visão que associa práticas ESG a controle de risco pode não ser a mais correta.

Assim, é importante diferenciar em que medida as providências relacionadas a controle de riscos corresponderiam a mero cumprimento (ou asseguração de cumprimento) de obrigação legal ou a medidas que ultrapassam o que é exigido por lei e, consequentemente, corresponderiam a ações de responsabilidade social corporativa (e, portanto, prática ESG).

Tal tarefa, contundo, é bastante desafiadora na maioria dos casos, tendo em vista a dificuldade de enquadramento claro e preciso de determinados atos em uma ou outra categoria. Fato é que, independentemente do enquadramento, se a medida adotada efetivamente prevenir ou mitigar risco relevante atrelado à atividade desenvolvida pela companhia, pode gerar o efeito de evitar desembolsos relacionados a eventual dano provocado pelos fatores relacionados a tal risco.

Aproveitando a necessidade de mitigar riscos relacionados a fatores ESG, pode-se, ao mesmo tempo, aproveitar a oportunidade para gerar valor, além de capturar benefícios

reputacionais para a companhia, como visto na seção anterior. Esse aspecto foi objeto de análise por Elizabeth Pollman, que concluiu que:

> *In an era in which bad public relations or corporate scandals could have devastating effects on a company's brand value, engaging stakeholders such as consumers and employees through "ESG practices" can provide useful information to manage key relationships and mitigate risk. Instead of simply being a tool for evaluating a broader set of investment factors, ESG has taken on meaning as a set of practices for proactive risk management, whether at the firm or portfolio level*.[584]

De acordo com o Relatório de Riscos Globais do Fórum Econômico Mundial, os riscos mais severos para os próximos 10 anos, em escala global, são: (i) falha na ação pelo clima; (ii) extremos climáticos; (iii) perda de biodiversidade; (iv) erosão da coesão social; (v) crises de meios de subsistência; (vi) doenças infecciosas; (vii) danos humanos ao meio ambiente; (viii) crise de recursos naturais; (ix) crise de dívidas; e (x) confrontação geoeconômica.[585]

No que concerne aos riscos climáticos, destaca-se a possibilidade de alterações legais e regulatórias relacionadas à viabilização do cumprimento de "contribuições nacionalmente determinadas", estabelecidas pelos países no âmbito do Acordo de Paris.

Desse contexto, derivam-se os chamados "riscos de transição", correspondentes a eventos associados à transição para economia de baixo carbono, tais como os já mencionados riscos legais, além de riscos tecnológicos, mercadológicos e reputacionais; e os "riscos físicos", que podem ser classificados em "agudos" (relacionados a condições climáticas extremas, tais como seca, enchente, ciclone, incêndio florestal etc.) e "crônicos" (consistentes em alteração ambiental permanente, como, por exemplo, aumento do nível dos oceanos, desertificação, alteração do padrão pluvial e de temperatura).[586]

À luz dos riscos ESG inerentes aos negócios de cada companhia, podem-se vislumbrar oportunidades de investimento ou práticas ESG, conforme o caso, que, com o objetivo de mitigá-los ou controlá-los, podem se converter em geração de valor a médio e longo prazos.

---

[584] POLLMAN, Elizabeth. op. cit., p. 23-24.
[585] WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Risks Report 2022, 17th Edition**. World Economic Forum, 2022. p. 14 Disponível em: https://www.weforum.org/whitepapers/toward-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation. Acesso em: 18 mar. 2022. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf. Acesso em: 10 out. 2022.
[586] LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP. op. cit., p. 24-25.

Nesse cenário, chama-se atenção para o risco de inação[587] por parte das companhias, caracterizando-se a inação quando, na formulação de suas estratégias priorizam iniciativas próprias e se comunicam com o mercado desconsiderando as demandas ESG de seus diversos *stakeholders*. Tomado em sentido amplo, o risco de inação pode abranger os seguintes efeitos adversos:[588]

(i) entrada de produtos substitutos e perda de *market share* (decorrente da relação com clientes);

(ii) queda de produtividade e aumento da rotatividade (quando considerada a relação da organização com os colaboradores);

(iii) restrição de acesso a insumos e corresponsabilidade legal (em relação aos fornecedores);

(iv) protestos e perda de licença para operar (em relação às comunidades em que atuam);

(v) sanções e processos (na relação com o governo);

(vi) protestos e boicotes (no relacionamento com a sociedade civil); e

(vii) perda da reputação (na relação com a mídia/opinião pública).

Por seu turno, a adoção de boas estratégias ESG pelas companhias pode gerar oportunidades diversas, como:[589]

(i) aumento da satisfação e fidelização dos clientes;

(ii) atração e retenção de talentos para atuar nos quadros da companhia;

(iii) ganhos de qualidade e formalização de parcerias para o crescimento de fornecedores;

(iv) desenvolvimento socioeconômico para as localidades em que as companhias operam;

(v) diálogo e participação na atividade de formulação de políticas públicas;

(vi) diálogo e engajamento junto ao público; e

---

[587] Nesse sentido, Gordon Clark, Andreas Feiner e Michael Viehs resumem os impactos que uma postura indiferente às questões de sustentabilidade por parte da companhia podem ter no desenvolvimento de seus negócios: "*Neglecting sustainability issues can have a substantial impact on a company's business operations over the medium to longer term, or suddenly jeopardize the survival of a firm altogether (tail-risks). Risk reduction is a major outcome of successfully internalizing sustainability into a company's strategy and culture. Properly implemented, superior sustainability policies can mitigate aspects of these risks by prompting pre-emptive action. Examples include risks from litigation as well as environmental, financial and reputational risks. The result is a lower volatility of a company's cashflows as the impact of negative effects can be avoided or mitigated. Sustainability activities therefore play an important role in a firm's risk management strategy*" (CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael, op. cit., p. 16).

[588] ABBC. op. cit., p. 16.

[589] ABBC, loc. cit.

(vii) valorização da marca.

Em artigo sobre a relação entre reponsabilidade social corporativa e obtenção de vantagens competitivas, Michael Porter e Mark Kramer sustentam a adoção de olhar estratégico sobre a responsabilidade social corporativa pelas companhias como forma de criar progresso social e, ao mesmo tempo, gerar oportunidades, inovação e vantagem competitiva. Essa visão estratégica mitigaria, assim, a ideia de que ações dessa natureza representariam apenas custos, restrições ao negócio ou abordagem filantrópica.[590]

Em última análise, significaria a criação de valor simultâneo para a sociedade – que pode obter solução para problemas relevantes – e para a companhia e seus acionistas.[591] No mesmo sentido, argumentam Gordon Clark, Andreas Feiner e Michael Viehs que ESG de boa qualidade leva à obtenção de vantagens competitivas, as quais podem ser alcançadas a partir de orientação mais ampla na direção de *stakeholders* como os fornecedores, as comunidades, os consumidores e os trabalhadores, bem como dos acionistas.[592]

Ilustrando o raciocínio, Porter e Kramer citam como exemplo o caso da Toyota, cuja resposta inicial à crescente demanda do público consumidor por diminuição de emissões na indústria automobilística culminou no lançamento do *Prius*, um modelo de automóvel com motor híbrido. A integração estratégica de um anseio ambiental relevante teve um duplo efeito positivo: reduziu significativamente os poluentes gerados e conferiu à Toyota uma liderança importante sobre seus competidores em matéria de tecnologia híbrida, conforme se depreende do trecho a seguir:

> *Many opportunities to pioneer innovations to benefit both society and a company's own competitiveness can arise in the product offering and the value chain. Toyota's response to concerns over automobile emissions is an example. Toyota's* Prius*, the hybrid electric/gasoline vehicle, is the first in a series of innovative car models that have produced competitive advantage and environmental benefits. Hybrid engines emit as little as 10% of the harmful pollutants conventional vehicles produce while consuming only half as much gas. Voted 2004 Car of the Year by Motor Trend magazine, Prius has given Toyota a lead so substantial that Ford and other car companies are licensing the technology. Toyota has created a unique position with customers and is well on its way to establishing its technology as the world standard*.[593]

---

[590] PORTER, Michael E.; KRAMER, Mark R. Strategy & Society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, 84, p. 1-17, dez. 2006. p. 1. Disponível em: https://hazrevista.org/wp-content/uploads/strategy-society.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

[591] BOSCH-BADIA, Maria Teresa; MONTLLOR-SERRATS, Joan; TARRAZON, Maria Antonia. Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer. **Theoretical Economics Letters**, 3, p.11-15, 2013. p. 12. Disponível em: http://dx.doi.org/10.4236/tel.2013.33A003. Acesso em: 22 out. 2022.

[592] CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael, op. cit., 12.

[593] PORTER, Michael E.; KRAMER, Mark R, op. cit., p. 12.

Em que pese o exemplo acima consignado já possa ser considerado antigo, não se pode negar que a preocupação com os fatores ambientais que lhe é subjacente só cresceu em relevância desde então, conforme amplamente debatido neste trabalho, além de ser contemporaneamente internalizada pelas companhias sob um olhar de gestão. É nesse sentido a conclusão empreendida no "Guia ABBC: Melhores Práticas para o Setor Bancário":

> Além da diligência sobre a operação em si, avaliar o posicionamento das organizações em relação às questões ESG traz uma *proxy* importante sobre a autorresponsabilidade das companhias sobre os seus impactos e externalidades, questão esta cada vez mais cobrada pela nossa sociedade. A agenda, que sempre foi considerada um gasto adicional para as empresas, passa cada vez mais a ser vista como a internalização de custos que já existiam e devem ser considerados dentro dos procedimentos e controles das próprias companhias.[594]

Nessa linha, é perceptível sua congruência com o que atualmente se entende como análise de fatores ESG sob a métrica da gestão e da organização empresarial, especificamente no que concerne à análise de fatores ambientais. Isso porque nela está contemplada um duplo enfoque: ele ocorre tanto sobre os "*inputs* da produção (energia, água e insumos)" quanto sobre seus "*outputs*", em que está compreendida "a gestão das externalidades (geração de resíduos e efluentes, emissões de gases de efeito estufa e impactos sobre a biodiversidade)".[595]

Com a pressão da sociedade como um todo e, principalmente, dos gestores de recursos, em favor da adoção de práticas ESG por companhias, a forma como cada entidade faz a gestão dos riscos inerentes às suas atividades, sobretudo os riscos relacionados a temas ESG, ganha cada vez mais relevância.

A esse respeito, Rui Pereira Dias e Mafalda de Sá alertam que "repercussões negativas da atividade empresarial que afetem o meio e a comunidade em que a desenvolvem vão, em última análise, prejudicar essa atividade, a sociedade e os sócios".[596]

Nesse contexto, cumpre observar interessante reflexão constante do relatório "*Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Brazil*", elaborado pela OCDE: como regra geral, padrões de divulgação de informações financeiras não exigem a divulgação estruturada de fatores como estratégia, gestão de risco e informações não-

---

[594] ABBC, op. cit., p. 14.
[595] Ibidem, p. 15.
[596] DIAS, Rui Pereira; SÁ, Mafalda de. Deveres dos administradores e sustentabilidade. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v.16, n. 1, p. 107-151, jan./ago. 2021. p. 142.

financeiras, em que pese a possibilidade desses fatores serem relevantes para os investidores analisarem as perspectivas de negócio e os riscos das companhias.[597]

É preciso reconhecer que eventual postura não prescritiva de uma companhia sobre quais riscos divulgar e como apresentá-los aos investidores pode significar um benefício. Isso decorre do fato de que diferentes setores econômicos estão sujeitos diferentes riscos e, em algumas circunstâncias, até mesmo companhias pertencentes ao mesmo setor econômico podem estar expostas a riscos distintos, o que pode exigir flexibilidade na avaliação e na divulgação de tais riscos. No entanto, a direção da companhia pode ser incentivada a minimizar os riscos existentes, porquanto uma companhia sujeita a mais riscos tende a possuir custo de capital mais alto, o que, por conseguinte, implicaria a diminuição no valor de mercado.[598]

Para a OCDE, uma possível solução para o problema do incentivo à divulgação menos transparente de riscos é contar com a efetivação das disposições legais e regulatórias por parte do Poder Judiciário e dos entes reguladores. Veja-se:

> *The remedy to the problem above has been to rely on enforcement – by public regulators and through the courts – to discourage directors and key executives from misrepresenting the material risks of the companies they serve. For example, if a company did not include in the prospectus of its IPO the risk of flooding where it has its major factory, shareholders might file a lawsuit demanding compensation if there is indeed a disruption in production due to a major flooding. Shareholders will have to prove that mentioned risk was material for the company at the moment of the initial public offerings (IPO), but what is material in a concrete case may be interpreted in different ways in the absence of a clear framework*.[599]

Esse é um exemplo claro de incentivo à divulgação de riscos como forma de evitar litígios. Idealmente, essa divulgação deve estar amparada nos melhores parâmetros de qualidade, a fim de que os investidores possam avaliar uma companhia dentro de métricas confiáveis que de fato reflitam seu valor de mercado e os riscos a que está exposta.

Assim, destaca-se a importância de iniciativas como o Relatório da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* – TCFD).[600]

---

[597] OCDE. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. p. 63. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022.
[598] Ibidem, p. 64.
[599] OCDE, loc. cit.
[600] A TCFD foi criada no âmbito do *Financial Stability Board* (FSB), que operacionaliza os assuntos financeiros do G20. A primeira edição do Relatório em comento foi publicada no ano de 2017, o qual enfatizou a importância da transparência no que tange ao risco de precificação – incluindo riscos relacionados à mudança climática – para apoiar a tomada de decisão informada e eficiente de alocação de capital. Desde então foram

O documento reúne um conjunto de recomendações para divulgação de riscos e oportunidades relacionados ao clima por meio de processos de relatórios existentes nas estruturas das companhias e demais organizações. Observa-se que tais recomendações estão categorizadas dentro de quatro áreas temáticas: (i) governança; (ii) estratégia; (iii) gestão de riscos; e (iv) métricas e metas.[601]

Como exemplos de riscos de transição relacionados às mudanças climáticas, são apresentados, dentre outros, o aumento da precificação das emissões de GEE e a exposição a litígios, que podem ter impactos financeiros como o aumento dos custos operacionais (por exemplo, a partir de aumento dos prêmios de seguro e aumento nos custos relacionados a *compliance*) e redução da demanda por produtos e serviços em decorrência de multas administrativas e decisões judiciais. Dentre os riscos físicos, tem-se, por exemplo, o crescimento da gravidade de eventos climáticos como inundações e ciclones, podendo significar uma queda da capacidade de produção (em função de dificuldades com transporte, logística e interrupções na cadeia de insumos) e, em última análise, representar uma redução de receita.[602]

Conforme visto, o olhar estratégico sobre questões ESG envolve, também, o aproveitamento de oportunidades. No que concerne às oportunidades geradas pela mudança climática, cita-se como exemplo o desenvolvimento e/ou a expansão de bens e serviços de baixa emissão, o qual pode significar a obtenção de impacto financeiro a partir do aumento da receita com a comercialização desses bens e serviços, através do crescimento da demanda.[603]

Estudo realizado pela consultoria KPMG que analisou os formulários de referência de 241 companhias abertas brasileiras arquivados perante a CVM no ano 2022 concluiu que "os fatores de riscos associados a questões socioambientais foram mencionados por 66% das empresas do [...] estudo, frente a 56% na edição anterior, de 2020".[604]A metodologia do estudo em questão considerou 54 categorias de classificação de riscos. Dentre elas, foram apresentadas as 25 categorias mais citadas pelos participantes, das quais interessa ao

---

emitidos reportes anuais descrevendo o alinhamento das companhias às recomendações da TCFD. Até o fechamento deste trabalho, o último Relatório de Status divulgado é o de outubro de 2022.

[601] TCFD. **Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures**: Final Report. Nova York: FSB-TCFD, jun. 2017. Disponível em: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf. Acesso em: 25 out. 2022.

[602] Ibidem, p. 10.

[603] Ibidem, p. 11.

[604] KPMG. **Gerenciamento de riscos**. Os principais fatores de risco divulgados pelas empresas abertas brasileiras. 6. ed. 2021. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2021/05/Gerenciamento%20de%20Riscos.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

desenvolvimento didático deste trabalho citar, por exemplo: riscos socioambientais;[605]riscos associados à ação da natureza;[606] riscos regulatórios;[607] riscos associados ao capital humano;[608] e risco de condutas ilícitas, como fraude, corrupção ou suborno.[609]

Percebe-se, então, que as companhias possuem ampla variedade de riscos para considerar na formulação de suas estratégias, que têm contemplado de forma cada vez mais determinante e robusta os critérios ambientais, sociais e de governança.

Gerir riscos ESG para aproveitar as oportunidades deles decorrentes significa implementar controles apropriados e prezar por padrões de transparência e acurácia das informações divulgadas ao mercado, garantindo que a companhia possa apresentar respostas mais rápidas e adequadas aos desafios a que está exposta, bem como uma melhor acomodação de eventuais inovações regulatórias.

Em outras palavras, quanto melhor for a estratégia de gestão de riscos, maior o potencial para aproveitamento das oportunidades e para a criação de valor a longo prazo. Um olhar atento para os riscos ESG pode significar para a companhia mais eficiência na alocação dos recursos, diminuição nas despesas operacionais e nas despesas associadas a eventuais descumprimentos regulatórios, crescimento reputacional (junto ao público e à atração de investimentos) e formação/manutenção de um quadro de colaboradores talentosos com ganho de produtividade.

Em síntese, a implementação de medidas ditas ESG sob o prisma do gerenciamento de riscos pode ter viés tanto de mero cumprimento de obrigação legal (pelo que não seriam verdadeiramente medidas ESG) quanto de responsabilidade social corporativa. O enquadramento em uma ou outra categoria demandará análise casuística, à luz das obrigações

---

[605] Dentre os riscos socioambientais, destacam-se: "Risco de impacto sobre o meio ambiente e comunidades locais; resistência organizada às operações da companhia; conflitos em torno da gestão de recursos naturais dos quais a companhia depende; práticas irregulares na cadeia de fornecedores, incluindo infrações aos direitos humanos e ocupação de áreas de preservação ambiental; e financiamento de projetos de alto risco segundo critérios socioambientais" (Ibidem, p. 26).

[606] Sobre os riscos associados à ação da natureza, pode-se mencionar: "Riscos relacionados a prejuízos e perdas decorrentes de efeitos climáticos, desastres naturais e disseminação de pragas" (Ibidem, p. 25).

[607] No que tange aos riscos regulatórios, figuram: "Riscos associados a leis, normas e regulamentos atuais e futuros que são aplicáveis ao setor, ao mercado de capitais ou às empresas de modo geral. Incluem fatores como: controle de preços; normas ambientais, de saúde e segurança no trabalho e sanitárias; a política de mudanças climáticas e a regulamentação das emissões de carbono; política de gestão de resíduos sólidos; mudanças em leis trabalhistas e/ou previdenciárias; a regulação de setores como o de energia, telecomunicações e do sistema financeiro; e regras da CVM ou da bolsa de valores onde a empresa está listada; entre outros" (Ibidem, p. 26).

[608] Em relação aos riscos associados ao capital humano, tem-se: "Riscos associados ao capital humano, como uma eventual carência de mão-de-obra qualificada; dificuldade de recrutar, motivar e reter profissionais; aumento no custo geral da mão-de-obra; deterioração das relações trabalhistas e a possibilidade de paralisação de empregados" (Ibidem, p. 25.).

[609] Por sua vez, os riscos relacionados a condutas ilícitas, relacionam-se com: "[...] atos considerados ilegais perante a lei, passíveis de gerar processos judiciais, tais como: fraude, corrupção passiva e ativa, recebimento ou pagamento de subornos, entre outros" (Ibidem, p. 24).

legais impostas à companhia sob análise, bem como à delimitação do interesse social de tal companhia.

Nesse sentido, nota-se que a ampla consideração de providências relacionadas a controle de riscos como medida ESG, de forma genérica e pouco refletida, acaba por confundir conceitos e empregar caráter extraordinário a ações que já consistem em obrigação ordinária da companhia e de seus administradores.

4.4 Necessária ressignificação do conceito de interesse social das companhias que adotam práticas ESG

Não obstante a evolução e a crescente difusão do fenômeno ESG, não se vislumbra, até o presente momento, sua efetiva integração à maioria dos ordenamentos jurídicos. Pretende-se demonstrar, no decorrer desta Seção, que essa constatação tem implicações no que tange à investigação do conceito de interesse social das companhias adotantes de práticas ESG. Por conseguinte, reputa-se necessário empreender uma análise a partir da teoria do direito.

Com efeito, existem diferentes maneiras de se apreender teoricamente o fenômeno jurídico. Cada uma das vertentes teóricas do direito, como em qualquer outro campo do conhecimento, possui objetivos e interesses cognitivos distintos.

Dentre as vertentes teóricas mais proeminentes, a escola positivista foi responsável por oferecer um importante conjunto de contribuições, que contempla a construção teórica do direito como um campo bem delimitado e, em algumas dimensões, com ampla articulação com os fatos sociais.

Em linhas gerais, a escola positivista sustenta que a existência de um direito não está necessariamente alinhada com a virtude de seu conteúdo. A maioria dos autores dessa escola de pensamento, como Kelsen,[610] Hart[611] e Bobbio,[612] afirmam que não é apenas possível, mas também desejável compreender o direito dessa forma para alcançar uma objetividade necessária no estudo de sua natureza.

Em outras palavras, uma norma irracional ou imoral pode existir porque sua validade não depende de sua qualidade (boa ou ruim, justa ou injusta) e um passo fundamental da

[610] KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. 8.ed. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2009.
[611] HART, Herbert Lionel Adolphus. **The concept of law**. 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 1964.
[612] BOBBIO, Norberto. **Teoria da norma jurídica**. Trad. Fernando Pavan Baptista. São Paulo: EDIPRO, 2003.

ciência jurídica estaria em definir o conceito de direito de maneira adequada para separá-lo de outros sistemas normativos (como a moral ou a religião), assim como de outras disciplinas.

Kelsen foi o estudioso que absorveu essa premissa de forma mais profunda. Seu objetivo metodológico fundamental era compreender o direito como ciência pura, distanciada de qualquer consideração histórica, sociológica, política etc.[613]

De acordo com o seu projeto teórico, uma norma jurídica não teria vigência por ser moral ou útil, mas simplesmente por ser uma norma jurídica conforme o direito (isto é, obrigatória em virtude do comando de uma norma superior). No topo da pirâmide normativa estaria a Constituição, seguida da cadeia legislativa infraconstitucional e o pressuposto de validade que legitimaria todo o ordenamento recairia sobre uma "norma fundamental", cujo conteúdo poderia ser formulado da seguinte forma: "toda norma jurídica legítima (i.e. estabelecida de acordo com o direito) deve ser observada".[614]

Sua principal tarefa, portanto, consistiu em delimitar a autonomia do direito em relação a outros domínios da vida social, em especial de outras esferas de poder, em etapa histórica de intensa tensão ideológica no período entre duas grandes guerras mundiais.

Proposta similar de definir a estrutura de um sistema jurídico, apesar de metodologicamente distinta, foi a de Herbert Hart, que elaborou teoria geral e descritiva. Geral no sentido de que não estaria relacionada a qualquer sistema ou cultura jurídica em particular, entendendo o direito como instituição social e política complexa; e, ao mesmo tempo, descritiva porquanto moralmente neutra e sem objetivos justificatórios.[615]

De acordo com Hart, o direito seria composto por regras primárias (que impõem obrigações para que indivíduos realizem ou abstenham-se de realizar certas ações) bem como por regras secundárias (que conferem poderes jurídicos para julgar ou legislar – poderes públicos; ou para constituir ou alterar relações jurídicas – poderes privados).[616]

Uma das principais diferenças da proposta de Hart em comparação à de Kelsen é que uma das regras secundárias, a regra de reconhecimento, a operar como fundamento de

---

[613] Esse aspecto fica claro já no clássico trecho que inaugura a obra de referência do autor: "Quando a si própria se designa como 'pura' Teoria do Direito, isto significa que ela se propõe garantir um conhecimento apenas dirigido ao Direito e excluir deste conhecimento tudo quanto não pertença ao seu objeto, tudo quanto não se possa, rigorosamente, determinar como Direito. Quer isto dizer que ela pretende libertar a ciência jurídica de todos os elementos que lhe são estranhos. Esse é o seu princípio metodológico fundamental" (KELSEN, Hans, op. cit., p. 1).

[614] HESPANHA, António Manuel. **A cultura jurídica europeia: síntese de um milênio**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 424-425.

[615] HART, Herbert Lionel Adolphus, op. cit., p. 239.

[616] As regras secundárias são extremamente importantes para a compreensão da teoria de Hart. Elas foram divididas em três tipos: regras de alteração (*rules of change*), regras de julgamento *(rules of adjudication*) e a regra de reconhecimento (*rule of recognition*) (Ibidem, p. 90-100).

validade de um ordenamento jurídico, seria uma regra social, cuja característica essencial reside na aceitação e na sua aplicação tanto pelos destinatários quanto pelos responsáveis por garantir sua efetividade (cumprimento), incluindo servidores públicos e demais cidadãos.[617]

Quando se observa o fenômeno ESG, é possível perceber que, a despeito de sua relevante e crescente evolução e disseminação, não assumiu, até o presente momento, os contornos estruturais mínimos para ser considerado efetivamente integrado ao ordenamento jurídico brasileiro, como conjunto de normas de efeito concreto e bem delimitadas, cuja coercibilidade decorre da sua positivação ou de sua plena aceitação por aqueles que devem cumprir e aqueles que devem fazer cumprir as leis.

Como se infere das Seções 2 e 3 desta tese, o avanço do fenômeno ESG vem se concentrando em medidas adotadas voluntariamente por agentes econômicos, seja isoladamente, seja no âmbito da adesão a regras de autorregulação.

Nada obstante, justifica-se observação atenta para a função que as práticas ESG vêm desempenhando na sociedade contemporânea. Afinal, esse conjunto de práticas, se não pode ser identificado tão facilmente no campo da estrutura (pois ainda não foi inteiramente positivada no ordenamento jurídico brasileiro), pode ser identificada pela função que exerce no âmbito das companhias e perante seus diversos *stakeholders*.

Ao definir o Direito a partir de uma perspectiva estrutural, como classicamente defenderam os principais positivistas, enfoca-se no problema da estrutura do ordenamento jurídico e perde-se de vista as diferentes funções que as normas jurídicas podem desempenhar nas sociedades contemporâneas.

Esse problema teórico foi tratado por Norberto Bobbio, para quem a teoria do direito não deveria se ocupar apenas com o problema de identificação da estrutura (de suas características distintivas em relação a ordenamentos primitivos ou sua independência – ou interrelação – com outros sistemas normativos, tais como a religião e a moral), mas também atentar para o estudo da função das normas jurídicas.[618]

Assim, Bobbio contribuiu para a construção de uma posição jusfilosófica que atribuiu maior importância para o aspecto funcional (para o que serve) do que para o aspecto estrutural (o que é) do direito, em todas as suas esferas.

Vale revisitar a clássica distinção teórica apresentada pelo referido autor. Em um ordenamento jurídico "protetor-repressivo", o foco se projeta sobre os comportamentos não

---

[617] Nesse sentido, v. SHAPIRO, Scott J. What is the internal point of view? **Fordham Law Review**. v. 75. 2006. Disponível em: https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol75/iss3/2/. Acesso em: 12 out. 2022.

[618] BOBBIO, Norberto. **Da estrutura à função**. Novos estudos de teoria do direito. Trad. Daniela Beccaccia Versiani. São Paulo: Manole, 2007.

desejados, cuja realização o arcabouço jurídico busca impedir por meio de medidas de desencorajamento (que tornam tais condutas impossíveis, difíceis ou desvantajosas para o agente). Para um ordenamento "promocional", por sua vez, a prioridade seria os comportamentos desejáveis, pelo que as normas jurídicas buscam incentivar sua realização por meio de medidas de encorajamento (tornando-os necessários, fáceis e vantajosos para o agente).[619]

A contribuição teórica de Bobbio sobre a função promocional do Direito nas sociedades contemporâneas permite compreender a lógica jurídica da promoção e indução de comportamentos, que pode ser identificada em diversas áreas do direito, sobretudo no direito comercial.[620]

No Brasil, Modesto Carvalhosa deu enfoque ao problema do encorajamento e desencorajamento das condutas dos agentes econômicos. Para o autor, a própria especificidade das normas de Direito Econômico seria influenciar o comportamento das entidades destinatárias, visto que são instrumentos ou meios da ação da política socioeconômica do Estado.[621]

Sob essa perspectiva do direito "promocional", poder-se-ia cogitar que a exigência de adoção de práticas ESG por agentes econômicos corresponderia a "quase-norma" coercitiva que surgiu a partir de práticas de mercado adotadas voluntariamente por agentes econômicos, em razão da demanda e indução de fornecedores de capital e de consumidores que passaram a verter sua atenção para a adoção de práticas socioambientais sustentáveis, tornando-a elemento de seu convencimento e formação de vontade, de tal modo a desencorajar e desincentivar atividade econômica nociva ao meio ambiente e a interesses sociais mais amplos, em toda a cadeia de valor.

Esclareça-se que o termo "quase-norma" foi usado propositalmente para deixar claro que não se trata de norma legal cogente, mas de prática adotada voluntariamente em larga escala por agentes econômicos que gera efeito próximo ao de norma cogente, porquanto os agentes econômicos que não a cumprirem podem se ver em dificuldades de exercer suas

---

[619] Sobre esse particular, Bobbio registrou que "o fenômeno do direito promocional revela a passagem do Estado que, quando intervém na esfera econômica, limita-se a proteger esta ou aquela atividade produtiva para si, ao Estado que se propõe também a dirigir a atividade econômica de um país em seu todo, em direção a este ou aquele objetivo – a passagem do Estado apenas protecionista para o Estado programático" (Ibidem, p. 71).

[620] Podem-se citar como exemplos, dentre diversos outros, a atribuição de responsabilidade limitada dos sócios em decorrência da regular constituição de sociedade cujo tipo societário assegure tal limitação (*e.g.* Lei n° 10.406/2001, artigos 985, 1.052 e 1.088; Lei n° 6.404/1976, artigo 1º, dentre outros), bem como a possibilidade de pedido de recuperação judicial pelo empresário que exerce regularmente a atividade há pelo menos dois anos (Lei n° 11.101/2005, artigo 48).

[621] CARVALHOSA, Modesto. **Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973. p. 286.

respectivas atividades, caso o mercado em que atuem seja dominado por outros agentes que exijam a adoção de tal prática.

Ao se vislumbrar a adoção de práticas ESG como forma de geração de valor a longo prazo (como já tratado na Seção 4.2 acima), está-se nitidamente diante do plano promocional idealizado por Bobbio, ao passo em que a indução exercida por investidores e consumidores (tanto corporativos quanto os consumidores finais, de varejo) enquadra-se no plano do desencorajamento, na medida em que o agente econômico que não integrar fatores ESG às suas atividades poderá ser alijado do mercado em que atua pelos demais integrantes daquele mercado.

Tendo em vista a dimensão e os efeitos exercidos pelo fenômeno ESG tanto sobre os agentes econômicos (que, pelos diversos motivos abordados nesta seção, se veem pressionados a integrar fatores ESG aos seus modelos de negócio) quanto sobre investidores e consumidores (cujo grau de conscientização a respeito das demandas socioambientais é cada vez mais elevado), pode-se concluir que tal fenômeno já se caracteriza como fato social.

Conforme trabalhado por Émile Durkheim, fato social é caracterizado como uma força social capaz de se impor aos indivíduos como uma força geral, exterior e coercitiva, da qual eles não têm inteiro controle.[622]

A generalidade do fato social implica dizer que determinado fenômeno está presente em toda a extensão de uma sociedade e apresenta existência própria, afetando coletivamente o modo de agir de indivíduos e organizações. Da mesma forma, um fato social é exterior e coercitivo justamente porque consegue se impor como uma espécie de força externa aos indivíduos e organizações.

Seja em razão dos usos e costumes, seja em razão de direito positivo, tende a ser custoso para os atores sociais enfrentar determinada prática imposta por um fato social, pois esse embate provavelmente gerará consequências negativas.

Ao apreender o fenômeno ESG como um fato social, é possível compreendê-lo como fenômeno em movimento, que já ganhou existência própria com caráter exterior e "coercitivo" (sob a perspectiva socioeconômica, em decorrência dos usos praticados em mercado), alcançando empresários e outros agentes econômicos.

A construção da ciência jurídica abrange a sistematização e a reinterpretação de fatos, interesses e faculdades à luz das transformações sociais do tempo presente. Não por acaso,

---

[622] Nesse sentido: "Eis, portanto, uma ordem de fatos que apresentam características muito especiais: consistem em maneiras de agir, pensar e de sentir, exteriores ao indivíduo e que são dotadas de um poder de coerção em virtude do qual esses fatos se impõem a ele" (DURKHEIM, Émile. **As regras do método sociológico.** São Paulo: Martins Fontes, 2007. p. 3.).

teóricos pensaram o direito como sistema em constante (re)construção a partir da mutação da realidade social. A contribuição de Canaris para o pensamento sistemático do direito oferece, ainda hoje, uma chave analítica de extrema importância.

A ideia de sistema, conforme trabalhada por Canaris, apresenta duas características fundamentais: a ordenação e a unidade. No que diz respeito à ordenação, qualquer sistema pretende exprimir um estado de coisas intrínseco e racionalmente apreensível, ou seja, fundado na própria realidade e conexa a ela. No tocante à unidade, ao dar sentido e ordenar uma multitude de singularidades desconexas, implica na própria criação de algo novo, modificando o que foi ordenado a partir de certos princípios fundamentais.[623]

O sistema jurídico não é um sistema qualquer: apresenta fundamentos próprios, que estruturam toda a sua relação lógica-científica com a perspectiva dos fenômenos objetivos da realidade social. Esses fundamentos são responsáveis por cristalizar o processo de adequação valorativa e unidade da ordem jurídica. Nas palavras de Canaris:

> [...] a ideia do sistema jurídico justifica-se a partir de um dos mais elevados valores do Direito, nomeadamente do princípio da justiça e das suas concretizações no princípio da igualdade e na tendência para a generalização. Acontece ainda que outro valor supremo, a segurança jurídica, aponta na mesma direção. Também ela pressiona, em todas as suas manifestações - seja como determinabilidade e previsibilidade do Direito, como estabilidade e continuidade da legislação e da jurisprudência ou simplesmente como praticabilidade da aplicação do Direito - para a formação de um sistema, pois todos esses postulados podem ser muito melhor prosseguidos através de um Direito adequadamente ordenado, dominado por poucos e alcançáveis princípios, portanto um Direito ordenado em sistema, do que por uma multiplicidade inabarcável de normas singulares desconexas e em demasiado fácil contradição umas com as outras.[624]

Dessa forma, o direito está sedimentado em três pilares fundamentais: o postulado da justiça, que se manifesta por meio do princípio da igualdade; o postulado da segurança jurídica, que prevê a estabilidade e continuidade da legislação e da jurisprudência; e a tendência para a generalização, que se manifesta na existência de normas gerais e abstratas, relacionando-se intimamente com o primeiro postulado.

Assim, o estudo sobre a interpretação atual de determinado conceito jurídico deve levar em consideração que este se transforma em conjunto com as mudanças sociais, mas o seu referente lógico-científico é o sistema jurídico, que preza pela adequação valorativa e pela unidade a partir dos postulados acima mencionados.

---

[623] CANARIS, Claus-Wilhelm. **Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito**. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2002. p. 12-13.
[624] Ibidem, p. 22.

Segundo Canaris, cada sistema científico apenas exprime o estado dos conhecimentos de seu tempo e, por isso mesmo, nunca será definitivo, nem fechado, enquanto houver espaço para o progresso e para a reelaboração científica. A abertura do sistema jurídico implica em necessária reavaliação de seus valores fundamentais, que ocorre de forma paulatina e constante, seja no âmbito legislativo, seja no âmbito interpretativo-jurisprudencial.[625]

Nessa linha, haveria quatro formas de transformação do sistema jurídico: (i) ato legislativo; (ii) pela força modificadora do direito consuetudinário (quando aplicável); (iii) por meio de nova interpretação dos valores relevantes já contidos no sistema jurídico; (iv) por força das cláusulas gerais de direito, que devem ser preenchidas por valores extralegais (*e.g.* boa-fé, bons costumes etc.) que possuem caráter mutável ao longo do tempo.[626]

No que diz respeito à interpretação do sistema jurídico, Ronald Dworkin entende que, quando existe controvérsia a respeito da interpretação da lei, os operadores do direito discutem sobre o que o direito deve ser e até onde eles devem modificá-lo no exercício do seu poder discricionário, mas essa resposta não seria satisfatória. Para o autor, naquela situação não se discute sobre o que o direito "deve ser", mas sobre o que o direito efetivamente "é".[627]

É preciso levar em consideração que Dworkin compara o desenvolvimento do direito com um romance em cadeia (*chain novel*):[628] quando diante de um problema interpretativo, o operador do direito deve levar em consideração toda a legislação e os julgados disponíveis até aquele momento para chegar a uma decisão. Nesse sentido, a interpretação jurídica faz parte de um movimento ancorado em também decisões judiciais anteriores, assemelhando-se ao processo de construção de um novo capítulo de um romance em cadeia, no qual o autor precisa continuar uma estória que já fora iniciada anteriormente.

No entanto, a maneira pela qual os operadores do Direito decidem continuar determinada "estória" irá depender, não totalmente (mas em parte), das convicções morais e políticas do intérprete.[629] Esse enquadramento teórico permite compreender como distintas perspectivas interpretativas sobre determinado instituto jurídico ou sobre a melhor resolução para um caso concreto coexistem e disputam espaço no direito.

---

[625] É justamente a constante abertura operada pela jurisprudência em relação ao direito positivo que faz com que o direito seja um sistema com especificidades próprias, que se transforma a todo momento ao longo do processo histórico (Ibidem, p. 109-110).
[626] Ibidem, p. 120-126.
[627] DWORKIN, Ronald. Law, philosophy and interpretation. In: ATRIA, Fernando; MACCORMIK, D. Neil (Org.). **Law and legal interpretation.** Burlington: Ashgate Publishing Company, 2003. p. 6.
[628] DWORKIN, Ronald. De que maneira o Direito se assemelha à literatura? In: DWORKIN, Ronald. **Uma questão de princípio**. 1.ed. São Paulo: Martins Fontes, 2000, *passim*.
[629] DWORKIN, Ronald. Law, philosophy and interpretation. In: ATRIA, Fernando; MACCORMIK, D. Neil (Org.). **Law and legal interpretation.** Burlington: Ashgate Publishing Company, 2003. p. 7-9.

Para a teoria interpretativista de Dworkin, sempre irá existir mais de um modelo de interpretação jurídica em disputa, uma vez que controvérsias teóricas sobre proposições jurídicas constituem um dos fundamentos do Direito.[630]

Em resumo, para Dworkin, o direito é visto como um empreendimento político porque implica no constante embate argumentativo, informado por teorias da interpretação, pressupostos políticos ou outros aspectos de moralidade que informam o ponto de partida do intérprete e devem provar, ao longo do tempo, sua finalidade ou valor. Essas "proposições jurídicas" e as "proposições sobre proposições jurídicas", por sua vez, são passíveis de identificação, ou seja, podem ser estudadas a partir de uma perspectiva externa[631] e dão origem às divergências teóricas do direito.

Feitas essas considerações a respeito de teoria do direito e hermenêutica, cabe analisar, à luz dos estudos sobre o interesse social (Seção 1) e sobre os aspectos teóricos e práticos do fenômeno ESG (Seções 2 e 3) se tal fenômeno é capaz de provocar a ressignificação do conceito de interesse social.

Resta claro que, segundo a lei brasileira, o interesse social da companhia é delimitado pela geração de valor para o acionista no longo prazo e, para essa finalidade, deve considerar interesses de terceiros que se relacionam com a sociedade (os *stakeholders*).

Como visto na Seção 1, esse conceito está alinhado com as diretrizes fixadas no sistema jurídico que disciplina a ordem econômica, o Direito Comercial e, mais especificamente, o direito societário no Brasil.

A "consideração" dos interesses dos *stakeholders* não tem por objetivo (e nem gera o efeito) de alterar o beneficiário e o objeto do interesse da companhia. Tão somente orienta que, no exercício de suas atividades, a companhia deverá considerar os interesses de terceiros, no sentido de evitar a geração de danos a seus *stakeholders*. Ou seja, busca ressaltar o dever de legalidade (que, por óbvio, é geral) em relação aos direitos dos *stakeholders*.

Portanto, os atos praticados pela companhia em favor de *stakeholders* que extrapolem o cumprimento de obrigações legais dela exigíveis (ou seja, atos voluntários) consistem em ações de responsabilidade social corporativa.

Em diálogo com Tulio Ascarelli, Bobbio tratou do papel do Direito Comercial como campo no qual a regulação das práticas e dinâmicas sociais se desenvolveram, em grande medida, fora do domínio do poder estatal e, por conta disso, são principalmente tributárias do domínio da experiência prática, exigindo do jurista cuidado especial.

---

[630] DWORKIN, Ronald. **O império do direito**. 1.ed. São Paulo: Martins Fontes, 1999, *passim*.
[631] Ibidem, p.18.

As frequentes mudanças socioeconômicas iniciadas com a produção industrial de massa fizeram do Direito Comercial uma disciplina extremamente aberta à evolução das práticas adotadas pelos agentes econômicos. Por conta disso, o principal problema do jurista consistia, na visão de Ascarelli, em estar atento às práticas implementadas no mundo dos negócios, sem deixar de lado a tarefa de ordená-las e formulá-las com o objetivo de evitar a mera imposição de arranjos e obrigações criados pelas classes dominantes.[632]

Não se nega que o fenômeno ESG já possa ser considerado um fato social, conforme desenvolvido acima. No entanto, apesar de sua faceta socialmente "coercitiva" dentre agentes de mercado (em situação na qual um agente exige que outro cumpra determinado requisito para que possa realizar negócios consigo), esse fato social, por si só, é insuficiente para modificar o sistema jurídico vigente, que informa o conceito de interesse social da companhia, para incluir outros beneficiários e objetos.

É preciso levar em consideração que, de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, tanto a lei como os costumes são considerados fontes do direito. No entanto, a legislação tem prevalência sobre costumes e é essa a inteligência dos artigos 3° e 4° do Decreto-Lei n° 4.657/1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro): ninguém pode se eximir de cumprir a lei e, apenas quando esta for omissa, deverá ser decidido com base na analogia, nos costumes e nos princípios gerais de direito.

Nesse sentido, a prática costumeira que extrapola o que é exigido pela lei (o que não consiste em ilegalidade) não teria o efeito coercitivo pertinente à norma jurídica, funcionando apenas como um meio de integração em caso de lacunas legislativas.

E é justamente esse o problema que o fenômeno ESG enfrenta atualmente, tendo em vista se tratar, em grande medida, de práticas de responsabilidade social corporativa (isto é, práticas voluntárias adotadas em larga medida por agentes econômicos, mas ainda não disciplinadas em lei), portanto, inaptas para, por si só, modificar o interesse social da companhia.

Ainda que se considere que o interesse social sofre influência da teoria institucionalista, não há clareza sobre em que medida e quais interesses de *stakeholders* deveriam ser levados em consideração pela companhia. Por essa razão, admite-se falar em ressignificação do interesse social mesmo se adotada a premissa de que, no ordenamento jurídico brasileiro, deve-se conciliar as premissas contratualista e institucionalista em relação ao interesse social.

---

[632] BOBBIO, Norberto. **Da estrutura à função**. Novos estudos de teoria do direito. Trad. Daniela Beccaccia Versiani. São Paulo: Manole, 2007. p. 247.

Entretanto, seria possível cogitar que, se o interesse social concilia as premissas contratualista e institucionalista, a modificação decorrente da adoção de medidas ESG corresponderia a espécie de canalização ou potencialização do interesse social para o atendimento de determinadas demandas de *stakeholders* em maior escala, escolhidos no âmbito da autonomia privada da companhia.

Não obstante, para fins dessa tese, será utilizado o termo "ressignificação" tanto para a hipótese de modificação profunda do interesse social (segundo a premissa de que o interesse social é orientado pela teoria contratualista) quanto para a hipótese de densificação do interesse social (de acordo com a premissa de que o interesse social conciliaria fundamentos contratualistas e institucionalistas).

Nesse cenário, entende-se que a ressignificação do interesse social pode ocorrer por meio de (i) alteração legislativa que estabeleça expressamente que o interesse social deve abranger interesses de terceiros externos ao quadro acionário (ou seja, não apenas considera-los no exercício do dever de legalidade, mas efetivamente integrá-los ao interesse da própria companhia) ou (ii) por meio da adoção voluntária de práticas de responsabilidade social corporativa pela companhia, devidamente aprovadas ou ratificadas pelos acionistas.

A primeira possibilidade é bastante óbvia: caso seja editada lei que estabeleça que o interesse social de sociedade empresária abarca os interesses de *stakeholders*, o conceito de interesse social restará modificado por expressa determinação legal, não importando o estado da arte, até então, do instituto jurídico segundo a doutrina ou fato social a ele relacionado.

Já a segunda possibilidade diz respeito à publicização de que a companhia adota práticas ESG acompanhada de aprovação ou ratificação por seus acionistas. Tal aprovação pode se dar de forma explícita ou implícita.

A aprovação explícita é aquela mediante a inclusão (ou previsão) de disposição no estatuto social da companhia que contemple a orientação da companhia nessa linha. Essa disposição estatutária pode ser direta, relacionando-se ao objeto social da companhia, ou indireta, por meio do estabelecimento de competências e atribuições relacionados a práticas ESG aos órgãos da administração.

Cabe registrar que, tratando do "fim social", Erasmo Valladão admite a possibilidade de sua alteração por meio de deliberação assemblear:

> [...] No entanto, os órgãos deliberativos têm, pelo menos, a possibilidade de alterar o fim social – sendo que nas sociedades de pessoas tal mudança pressupõe a unanimidade (ou maioria qualificada nas associações, nas sociedades limitadas, nas sociedades anônimas e nas cooperativas), e isso demonstra que os sócios estão

> vinculados ao fim social (é muito discutível se a finalidade social pode ser modificada por maioria; note-se bem, o objetivo, não o objeto).[633]

No caso de aprovação explícita acima mencionado, entende-se que os acionistas da companhia aprovaram expressamente disposição estatutária com o objetivo de nortear a atuação daquela entidade, seja quando da constituição da companhia, seja por meio de modificação do estatuto social, não havendo dúvida quanto ao efeito de ressignificação do interesse social nessa hipótese.

Inclusive, identifica-se possível problema decorrente dessa prática: na hipótese de modificação do estatuto social para inclusão de disposição direta (aquela que relaciona o objeto social a práticas ESG), ao acionista que eventualmente divergir da deliberação que aprovar tal modificação é facultado exercer o direito de retirada, com o consequente reembolso do valor de suas ações (artigo 137, combinado com o artigo 136, VI, da Lei n° 6.404/1976).

Por outro lado, caso ocorra a modificação do estatuto social para inclusão de disposição indireta (estabelecendo competências e atribuições relacionados a práticas ESG aos órgãos da administração), apesar de operar a ressignificação do interesse social da companhia, tal hipótese não se enquadra no rol taxativo das deliberações que dão ensejo ao exercício de direito de recesso pelo eventual acionista dissidente.

É provável que essa situação inusitada somente tenha sido possível em razão de o fenômeno ESG, tal como existente nos dias atuais, assim como a possibilidade de ressignificação do interesse social por via indireta, não terem sido vislumbrados pelo legislador.

Tendo em vista a plausibilidade da proposição de que tal situação se trata de um produto da atualidade e considerando-se o racional do sistema constante da Lei das S.A. que possibilita o exercício do direito de recesso, seria razoável propor aplicação analógica do disposto no artigo 136-A da Lei n° 6.404/1976[634] a esses casos.

Note-se que o mencionado artigo 136-A trata da modificação do estatuto social para inclusão de convenção de arbitragem. Ou seja, o legislador considerou que tal modificação opera mudança relevante no regime jurídico da companhia, a ponto de possibilitar que o acionista que não concorde com tal deliberação se retire da sociedade.

---

[633] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. "Affectio societatis" e o conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 46-47.

[634] Lei n° 6.404/1976: "Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quorum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45".

A modificação do estatuto social para inclusão de competência ou atribuição relacionada a práticas ESG aos órgãos da administração efetivamente gera o efeito de ressignificar o interesse social da companhia, tal qual a alteração do objeto social para inclusão de disposições relacionadas a práticas ESG, hipótese que possibilita ao acionista dissidente exercer o direito de recesso.

Logo, trata-se de situações idênticas, que geram os mesmos efeitos em relação ao interesse social e, por princípio, deveriam conferir o mesmo tratamento ao acionista que divergir da deliberação correspondente.

Retomando a questão da aprovação, pelos acionistas, das práticas ESG publicizadas pela companhia, além da aprovação por meio de disposição estatuária (aprovação explícita), é possível que a aprovação dos acionistas se dê de forma implícita, mediante a aprovação das contas da administração referente a exercício em que a companhia publicizou a adoção de práticas ESG (inclusive, registrando tal atuação em relatório de sustentabilidade, relato integrado ou documento correlato).[635]

Nessa hipótese, entende-se que a administração se antecipou a eventual aprovação direta, propondo uma nova abordagem para o interesse social da entidade por meio da prática de atos nesse sentido e posteriormente submetendo-os ao escrutínio dos acionistas. Não havendo reprovação ou aprovação com ressalvas das contas dos administradores na assembleia geral ordinária subsequente, opera-se a ratificação, pelos acionistas, dos atos praticados pelos administradores e, consequentemente, a ressignificação do interesse social de modo implícito.

---

[635] Nesse sentido, Nelson Eizirik anotou que "O relatório da administração esclarece os principais fatos administrativos ocorridos no exercício findo, devendo expor com clareza todos os acontecimentos relacionados com a exploração do objeto social, as causas determinantes dos eventuais prejuízos, bem como as modificações ou alterações havidas na legislação que interessem à sociedade. [...] A aprovação sem reserva das demonstrações financeiras e das contas dos administradores opera a desoneração de sua responsabilidade e dos membros do conselho fiscal, salvo erro, dolo, fraude, simulação ou coação, conforme determina o §3º. A aprovação sem reserva pressupõe que os acionistas concordaram com a atuação dos administradores, liberando-os de qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos causados, hipótese em que a assembleia geral fica, em princípio, impedida de aprovar a propositura de ação de responsabilidade prevista no artigo 159. (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. II. p. 458). Em sentido semelhante, v. PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomadas de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para Propositura da Ação de Responsabilidade. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 47-48; COELHO, Fabio Ulhoa. Art. 134. 2. Efeito liberatório da aprovação de contas dos administradores. In: COELHO, Fabio Ulhoa (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 649-652; TEPEDINO, Ricardo. § 267 – Votação das demonstrações financeiras e das contas dos administradores. *In:* FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1004-1012; ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 257-264.

Por outro lado, na hipótese de reprovação das contas dos administradores, ou de aprovação com ressalva referente aos atos relacionados a práticas ESG, entende-se que não há ressignificação do interesse social, porquanto não há nem determinação legal nem ato do órgão soberano da companhia, representando a vontade dos acionistas, nesse sentido. Nesse caso, a depender das peculiaridades verificadas na prática, haveria, inclusive, possibilidade de responsabilização dos administradores por eventuais danos causados, tema que será desenvolvido na Seção 5.

Entende-se que a publicidade ligada à condução dos negócios sob a bandeira ESG e a implementação de parâmetros e práticas diferenciadas (além do mero cumprimento dos deveres legais) vincula a companhia, ressignificando o seu interesse social para que, além da geração de lucro para o acionista, a companhia siga implementando aquele padrão de conduta, que tende a gerar externalidades positivas e beneficiar tanto acionistas quanto *stakeholders*, na medida em que previne infrações legais e danos.

Logo, como a introdução de práticas ESG no âmbito da companhia foi ratificada pelos acionistas, há, igualmente, ressignificação do interesse social da companhia para contemplar essa nova orientação sobre a forma de condução dos negócios da sociedade.

Operada a ressignificação do interesse social, o "novo" interesse da companhia permanecerá com a acepção que lhe foi atribuída até que ocorra eventual alteração legislativa que o modifique ou eventual alteração de orientação a respeito do interesse social aprovada ou ratificada pelos acionistas. Nesse segundo caso, por óbvio, deverão ser resguardados os compromissos anteriormente assumidos e as legítimas expectativas geradas perante os *stakeholders*, sob pena de responsabilização da companhia (tema que será aprofundado na Seção 5).

No caso da ressignificação do interesse social por meio de aprovação indireta dos acionistas, conforme acima tratado, o entendimento a respeito do exercício do direito de recesso por eventual acionista dissidente é o mesmo, embora admita-se que tal proposição encontra maior dificuldade de aplicação, porquanto, na prática, pode haver discussão a respeito da extensão da prática dita ESG realizada pela companhia.

Isto é, se a prática implementada pela sociedade seria, de fato, prática de responsabilidade social corporativa além das obrigações legais, efetivamente ressignificando o interesse social ou se corresponderia a mera aplicação do dever de legalidade, consistindo tão somente em controle de risco ou estratégia para obter lucratividade em horizonte de longo prazo.

Dada a multiplicidade de conceituação para o termo ESG, que contempla, dentre outras possibilidades, atos destinados ao controle de riscos corporativos, é perfeitamente possível que determinada companhia divulgue que integra fatores ESG em seu modelo de negócios, mas na prática, não faz nada além do que diligenciar o cumprimento das obrigações legais que lhe são atribuíveis e assegurar que sua atividade não infringirá tais regras.

Nesse caso, apesar de projetar sua imagem vinculada a práticas ESG, está tão somente cumprindo as obrigações legais aplicáveis, não havendo que se falar, portanto, em ressignificação do interesse social.

Portanto, a ressignificação do interesse social, quando decorrente de aprovação indireta pelos acionistas (isto é, atos praticados e publicizados pela companhia por iniciativa da administração, com posterior ratificação pelos acionistas em razão de aprovação das contas dos administradores em assembleia geral ordinária) depende de análise casuística, a fim de se verificar se os atos ou práticas divulgadas pela companhia como ESG tratam-se, de fato, de medidas de responsabilidade social corporativa. Sendo a resposta positiva, entende-se que, nessa hipótese, há ressignificação do interesse social da companhia.

Pelo que foi estudado na Seção 3 a respeito dos aspectos práticos do fenômeno ESG, é possível verificar certa dificuldade em diferenciar, dentre as companhias que divulgam práticas ESG, aquelas que tão somente cumprem obrigação legal (como, por exemplo, não poluir cursos d'água, não submeter, nem adquirir produtos de quem submeta, trabalhadores a condições análogas à escravidão etc.) daquelas que, de fato, vão além das obrigações legais e praticam voluntariamente atos de responsabilidade social corporativa.

Uma forma de facilitar tal exercício de identificação da natureza de determinada prática divulgada como ESG pela companhia pode ser a utilização de um formato de relatório que indique, para cada prática reportada, se consiste em controle de risco, em investimento visando resultados no longo prazo ou em responsabilidade social corporativa, de forma justificada. Tal providência, inclusive, estaria alinhada com as boas práticas de governança, na medida em que consiste em divulgação clara, precisa e detalhada de fatos relevantíssimos para aqueles que se relacionam com a companhia.

Por todo o exposto ao longo desta seção, pode-se concluir que, sim, a adoção de práticas ESG consistentes em atos de responsabilidade social corporativa e sua publicização pela companhia, atrelada à aprovação de tais práticas pelos acionistas (seja ela explícita, mediante disposição estatutária; seja implícita, mediante aprovação das contas dos administradores), gera o efeito de ressignificar o interesse social da companhia.

A partir de tal ressignificação de seu interesse social, a companhia – sobretudo a companhia aberta – passa a gerar legítimas expectativas tanto perante seus acionistas e demais investidores (titulares de outros valores mobiliários que não ações) quanto perante seus mais diversos *stakeholders* e o mercado em geral.

Por óbvio, o interesse social ressignificado para abarcar interesses dos *stakeholders* amplia as hipóteses de incidência de responsabilização da companhia e de seus administradores, tendo em vista as sinalizações de forma de condução dos negócios sociais e eventuais compromissos públicos e/ou metas assumidas pela companhia.

Com essa nova dinâmica, produto dos tempos atuais, surge a necessidade, tanto para investidores que pretendam adquirir ações (ou outros valores mobiliários) emitidas por companhia, de analisar tanto o estatuto social quanto demonstrações financeiras, eventuais relatórios divulgados pela administração relacionados a questões ESG e/ou de sustentabilidade e, principalmente, as atas das assembleias gerais realizadas, a fim de identificar se o interesse social daquela companhia foi ressignificado para abranger, além da geração de valor para os acionistas, interesses dos *stakeholders* que se relacionam ou são de alguma forma afetados pelas operações da companhia.

5 EFEITOS DA RESSIGNIFICAÇÃO DO INTERESSE SOCIAL E DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS ESG NA RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIA

Como visto nas seções anteriores, o fenômeno ESG, com toda sua complexidade e múltiplas conceituações, é uma realidade mundial. A despeito de sua dimensão e constante crescimento, tal fenômeno não possui capacidade de alterar, por si só, o interesse social das companhias, o qual, como já pormenorizado, consiste na geração de valor de longo prazo para os acionistas.

Não obstante, conforme desenvolvido na Seção 4.4, atualmente é possível que o interesse social ganhe nova significação a partir da vontade dos acionistas (seja por meio da expressa consignação de disposição estatutária nesse sentido, seja por meio da ratificação e legitimação de práticas adotadas pela administração da companhia), para abarcar interesses de terceiros, notadamente, os *stakeholders*.

Com efeito, a partir de tal ressignificação, determinadas práticas ESG, assim consideradas as práticas voluntárias que não se relacionam com o cumprimento de obrigação legal atribuível à companhia, até então enquadradas como práticas de responsabilidade social corporativa, passam a ganhar novo contorno, deixando para trás a moldura do voluntarismo para se firmar como meio legítimo de persecução do interesse social, cuja execução passa a ser impositiva para a administração da companhia.

Nesse contexto, cabe analisar em que medida a ressignificação do interesse social impacta nos deveres e na responsabilidade dos administradores de companhia. Adverte-se, desde logo, que não é objetivo desta tese discorrer sobre todas as nuances dos deveres e da responsabilidade de administrador de companhia, porquanto a doutrina já se encontra muito bem guarnecida de obras que tratam dos pressupostos, fundamentos, hipóteses e meios de sua efetivação. Esta seção terá como foco específico possíveis desdobramentos e efeitos do alargamento do interesse social (para abranger interesses de terceiros) nos deveres e na responsabilidade dos administradores.

Para tanto, serão revisitados, de forma sucinta, os princípios norteadores do mandato dos administradores para prática de atos de gestão, incluindo-se os deveres a eles atribuídos e considerações breves, mas de grande relevância, sobre o dever de legalidade, tema ainda pouco explorado pela literatura jurídica brasileira, mas de muita utilidade nos tempos atuais, em que diversos conceitos são confundidos, sobretudo na abordagem do tema ESG.

Assim, na linha do critério proposto no âmbito desta tese para caracterização de determinado ato ou prática como ESG propriamente dito, há que se ter em mente as obrigações legais às quais a companhia está sujeita, não sendo adequado qualificar como ESG determinada ação que tenha por escopo exclusivamente o cumprimento da legislação aplicável.

Na sequência, serão analisados os impactos da ressignificação do interesse social tanto nos deveres quanto na responsabilidade dos administradores, com proposições para possíveis problemas que podem vir a ser enfrentados nessas searas.

5.1 O mandato dos administradores para prática de atos de gestão

Conforme mencionado, cumpre revisitar brevemente a sistemática que norteia o mandato dos administradores para práticas de atos de gestão a fim de possibilitar a análise do impacto de eventual ressignificação do interesse social da companhia sobre os deveres e a responsabilidade dos administradores.

Dentre os órgãos da companhia, a assembleia geral consubstancia o centro de poder e de formação de vontade da sociedade, com ascendência hierárquica sobre os demais órgãos (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal).[636] Essa centralidade de poder inerente à assembleia geral é justamente o que fundamenta a opção legislativa de restringir a competência desse órgão aos assuntos de suma relevância para a companhia e seus acionistas.[637]

Na atuação mais imediata e célere no curso ordinário dos negócios da companhia, funcionam os órgãos de administração: a diretoria e o conselho de administração (quando existente). Tais órgãos possuem competência residual (notadamente, sobre as matérias que não são de competência da assembleia geral ou do conselho fiscal) e, ao mesmo tempo, competências privativas, com vistas ao equilíbrio de interesses e regular cumprimento do objeto social da companhia.

A administração de companhia envolve atividade de dupla dimensão: a interna, que consiste na organização, na direção e no emprego dos fatores de produção; e a externa,

---

[636] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas**: relação jurídica entre o administrador e a sociedade. São Paulo: Almedina, 2015. p. 40.

[637] FRAZÃO, Ana. Art. 138. 1. Importância dos órgãos para as sociedades por ações. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 674-675.

consubstanciada na implementação de decisões e efetivação perante terceiros dos atos relacionados ao objeto social.[638]

Nos termos do artigo 138 da Lei nº 6.404/1976, a administração da companhia caberá, conforme disposição estatutária, ao conselho de administração e à diretoria, ou apenas à diretoria.[639_640]

O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, cuja composição deve observar o mínimo de três membros, os quais são eleitos (e destituíveis) pela assembleia geral e cuja competência encontra-se pormenorizada no artigo 142 da Lei nº 6.404/1976. Dentre as competências do conselho de administração destacam-se: (i) fixação da orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleição e destituição dos diretores da companhia e fixação das suas atribuições, observadas as disposições do estatuto; e (iii) fiscalização da gestão dos diretores.

Nos termos do artigo 138, § 1º, da Lei n° 6.404/1976, a diretoria tem competência privativa para representação da companhia. Significa dizer que à diretoria competem os chamados atos de presentação, que consubstanciam as manifestações de vontade ou exteriorizações das decisões da companhia perante terceiros (inclusive para contrair obrigações).

Uma diferença fundamental entre o conselho de administração e a diretoria é a natureza da atuação: enquanto ao conselho reservou-se função deliberativa, necessariamente colegiada, na Diretoria a regra é a de que cada diretor deve conduzir sua atuação de maneira individual.[641]

---

[638] SACRAMONE, Marcelo Barbosa, op. cit., p. 41.

[639] Como regra geral, o conselho de administração é um órgão facultativo. No entanto, em se tratando de companhias abertas, companhias de capital autorizado e sociedades de economia mista, a existência do conselho de administração é obrigatória.

[640] Conforme bem explicita Ana Frazão, o sistema dualista foi implementado no Brasil com o advento da Lei nº 6.404/1976, que inaugurou a figura do conselho de administração no ordenamento jurídico pátrio: "[...] Até 1976, a lei acionária brasileira adotava, exclusivamente, o sistema monista, pois a Assembleia Geral era o único órgão de fiscalização e supervisão dos atos de gestão, praticados exclusivamente pela Diretoria [...] A Lei nº 6.404/1976, como visto, superou essas objeções, admitindo e, em determinadas hipóteses tornando obrigatória, a estruturação da companhia com dois órgãos de administração distintos. Nos termos da Exposição de Motivos, a Lei teria pretendido assegurar a flexibilidade necessária para atender à multifacetada realidade das sociedades anônimas, permitindo que pequenas sociedades anônimas pudessem estruturar-se com um só órgão de administração e compelindo a adoção do sistema dualista em sociedades abertas, de capital autorizado assim como em sociedades de economia mista [...]" (FRAZÃO, Ana. Art. 138. 4. A escolha brasileira em razão das características das sociedades por ações. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 679).

[641] Essa regra comporta a exceção prevista no § 2º do artigo 143 da Lei nº 6.404/1976, que autoriza a tomada de determinadas decisões cuja competência seja atribuída aos diretores em sede de reunião da diretoria, conforme haja previsão no estatuto social.

O sistema dualista preconizado pela Lei nº 6.404/1976 organiza a distribuição de funções entre os órgãos da administração de maneira objetiva: nas companhias em que há conselho de administração, a este compete fixar a orientação geral sobre os negócios sociais e fiscalizar a atuação da diretoria, enquanto à diretoria compete praticar os atos necessários para que a companhia consiga operar de maneira regular (isto é, sua gestão ordinária), bem como a função de representação (presentação). Nas companhias que não possuem conselho de administração, todas as funções administrativas são exercidas pela diretoria.

Assim, é possível depreender que as pessoas naturais que ocupam cargos da administração da companhia são imprescindíveis para que a entidade possa atuar de maneira a cumprir seu objeto e seu fim, à luz do interesse social.

Aos administradores, a Lei n° 6.404/1976 atribui poderes-deveres, cujo exercício deve ser orientado à persecução do fim social que justifica a própria constituição da companhia. É nesse sentido que a atuação dos administradores deve ser guiada a partir de determinados padrões de conduta, contexto em que os chamados "deveres dos administradores" ganham especial relevância, conforme explica Marcelo Barbosa:

> Não à toa, o sistema da lei societária foi concebido com notável preocupação no sentido de assegurar o equilíbrio entre a liberdade de atuação dos administradores e o primado do interesse social. Assim, optou-se por estabelecer um elenco de deveres aos quais os administradores estão sujeitos, a partir de cláusulas gerais (ou padrões de conduta), sem a prescrição de comportamentos muito específicos, o que criaria problemas sérios de inflexibilidade e menor adaptabilidade à dinâmica das práticas empresariais e a circunstâncias específicas, e nem sempre previsíveis, de casos concretos.[642]

A Lei n° 6.404/1976 regula expressamente esses deveres, previstos nos artigos 153 a 157,[643] dentre os quais destacam-se o dever de diligência, o dever de cumprir a finalidade das atribuições e não atuar em desvio de poder, o dever de lealdade e o dever de informação, que serão tratados especificamente a seguir.

O dever de diligência está expressamente previsto no artigo 153 da Lei n° 6.404/1976, nos seguintes termos:

---

[642] BARBOSA, Marcelo. Dever de diligência: forma e conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de F. (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. II. p. 51.

[643] Em suma, tais deveres consistem no dever de diligência (previsto no artigo 153); no dever de cumprir a finalidade das atribuições e não atuar em desvio de poder (previsto no artigo 154); no dever de lealdade (previsto no artigo 155); no dever de sigilo (previsto no artigo 155, §§ 1º a 4º); no dever de não atuar em conflito de interesses (previsto no artigo 156); no dever de informar (previsto no artigo 157) e no dever geral de vigilância em relação à atuação dos demais administradores (previsto no artigo 158, §§ 1º e 4º).

> Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

A ideia por trás do dever de diligência é a de que o administrador deve atuar em consonância com os melhores padrões de gestão estabelecidos para a administração empresarial. Significa dizer que a parametrização do dever de diligência a partir da ideia de "homem ativo e probo" já não parte mais da antiga noção do "bom pai de família" (*bonus pater familiae*), mas sim da noção de capacidade profissional para o exercício da atividade empresarial.

Tal entendimento é corroborado pela CVM, conforme interpretação empreendida no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008, nos termos do voto do então Diretor Eli Loria:

> [...] o referencial do administrador como *bonus pater familias* é claramente insuficiente e a profissionalização dos administradores das companhias é cada vez mais exigida, devendo o administrador possuir competência profissional, o que está implícito no teor do art. 152 da lei societária, não se admitindo a alegação de desconhecimento ou de inexperiência como justificativa para que o administrador não responda por seus atos.[644]

Nesse sentido, analisando os deveres fiduciários dos administradores de companhias previstos pelo sistema da Lei das S.A., Marcelo Barbosa e Zora Lyra atribuem ao dever de diligência uma função de caráter mais abrangente, nele reconhecendo o cumprimento de um papel de orientação dos demais *standards* de conduta irradiados a partir dos outros deveres de natureza fiduciária. Os autores sustentam que a análise de casos concretos (para se verificar se determinada conduta de um administrador está ou não dentro dos parâmetros que caracterizam algum dever fiduciário) não envolve tão somente os aspectos relacionados a esse dever específico, mas, frequentemente, tangencia em maior ou menor grau os critérios associados à conduta diligente.[645]

Esse *standard* de conduta é consequência lógica de duas particularidades que envolvem as companhias: (i) o fato de os administradores funcionarem como órgãos da

---

[644] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08:** extrato da sessão de julgamento. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Data de julgamento: 14 dez. 2010. p. 52-53. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 10 nov. 2022.

[645] BARBOSA, Marcelo; LYRA, Zora. Dever de diligência, razoabilidade e proporcionalidade. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. II. p. 123.

sociedade e (ii) a necessidade de haver uma dissociação, do ponto de vista formal, entre propriedade acionária e exercício da administração da companhia.

Tais particularidades estão intrinsecamente relacionadas, posto que a empresa enquanto atividade é exercida pelo administrador e este não exerce sobre ela um controle formal, ainda que também ostente a posição de sócio, na esteira do raciocínio empreendido por Rodrigo Monteiro de Castro:

> O administrador é órgão da companhia. Não a controla – ao menos formalmente – mas exerce, de forma isolada ou conjunta, o controle empresarial, ou seja, o controle da empresa (enquanto atividade). Mesmo que detenha direitos de sócios que o qualifiquem como controlador societário – totalitário, majoritário ou minoritário –, administrará ativos que não lhe pertencem. A empresa, com todos os seus elementos, integra o patrimônio da companhia, jamais dos acionistas. Pelo fato de o administrador gerir ativos de outrem, a LSA impõe-lhe o dever de agir diligentemente, com cuidado, para atingir os fins sociais, conforme a orientação geral estabelecida. O poder de determinar a destinação do patrimônio social justifica a imposição.[646]

Portanto, o caráter abrangente do dever de diligência e sua importância para o exercício da função de administrador de companhia demandam adequada estruturação dos contornos relativos aos padrões de conduta por ele estabelecidos. Significa dizer que é preciso delimitar de maneira mais clara possível quais são os deveres e as responsabilidades dos administradores, dentro de padrões razoáveis e factíveis, implementar mecanismos céleres e precisos de identificação e solução de eventuais desvios, bem como a apuração das respectivas responsabilidades.[647]

A correta compreensão acerca dos contornos dos padrões de conduta estabelecidos pelo dever de diligência envolve também a adequada interpretação da noção de risco enquanto elemento inerente à atividade empresarial. Com efeito, a tomada de decisão envolvendo um risco, quando informada, está, a princípio, em consonância com o dever de diligência, não significando por si só uma conduta temerária ou ilícita.[648]

---

[646] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Art. 153. 1. Conceituação do dever de diligência. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 801.

[647] BARBOSA, Marcelo; LYRA, Zora, op. cit., p. 124.

[648] É neste sentido que se manifestam, por exemplo, Julia Damazio Franco e Frederico Calmon Nogueira da Gama: "[...] tomar riscos, por si só, não é necessariamente ruim. Ruim é correr riscos sem a devida consciência, ou mesmo a contragosto" (FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da. Controles internos, dever de diligência e regra da decisão negocial (*business judgment rule*). In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. I. p. 637). Nesse sentido, Rodrigo Monteiro de Castro anotou que: "Vislumbra-se, pois, uma associação a certas condutas, que envolvem a observância do modelo interno de governação, o respeito às competências orgânicas, o conhecimento e o cumprimento das leis, a captura e a absorção de informações necessárias à tomada de decisão e a permanente busca do atingimento dos interesses e dos melhores resultados para companhia. O administrador que se norteia por esses princípios atende

Nessa linha, depreende-se que o mérito de qualquer decisão negocial não guarda relação direta com o dever de diligência, porquanto o administrador possui obrigação de meio e não de resultado. No entanto, o dever de diligência está diretamente relacionado com o processo de tomada de decisão e todas as cautelas necessários para uma decisão informada, conforme será explorado na Seção 5.3.1 abaixo, que abordará a *business judgment rule*.

Por conseguinte, em princípio, eventual prejuízo decorrente de decisão negocial, por si só, não significa o descumprimento do dever de diligência, não podendo ensejar responsabilidade civil do administrador.[649]

Tal entendimento foi consignado, por exemplo, no julgamento do Recurso Especial nº 1349233/SP, julgado pela Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça, cuja relatoria ficou a cargo do Ministro Luis Felipe Salomão. No caso concreto, o administrador foi responsabilizado por ter gerado prejuízo para a companhia em decorrência de atos dolosos:

> DIREITO EMPRESARIAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. SOCIEDADE ANÔNIMA. DIRETORIA. ATOS PRATICADOS COM EXCESSO DE PODER E FORA DO OBJETO SOCIAL DA COMPANHIA (ATOS ULTRA VIRES). RESPONSABILIDADE INTERNA CORPORIS DO ADMINISTRADOR. RETORNO FINANCEIRO À COMPANHIA NÃO DEMONSTRADO. ÔNUS QUE CABIA AO DIRETOR QUE EXORBITOU DE SEUS PODERES. ATOS DE MÁ GESTÃO. RESPONSABILIDADE SUBJETIVA. OBRIGAÇÃO DE MEIO. DEVER DE DILIGÊNCIA. COMPROVAÇÃO DE DOLO E CULPA. INDENIZAÇÃO DEVIDA. RESSALVAS DO RELATOR.
> [...]
> 9. Por atos praticados nos limites dos poderes estatutários, o administrador assume uma responsabilidade de meio e não de resultado, de modo que somente os prejuízos causados por culpa ou dolo devem ser suportados por ele. Daí por que, em regra, erros de avaliação para atingir as metas sociais não geram responsabilidade civil do administrador perante a companhia, se não ficar demonstrada a falta de diligência que dele se esperava (art. 153 da LSA).
> 10. Não obstante essa construção, no caso em exame, segundo apuraram as instâncias ordinárias, não se trata simplesmente de uma gestão infrutuosa - o que seria tolerável no âmbito da responsabilidade civil -, caso não demonstrada a falta de diligência do administrador. Segundo se apurou, tratou-se de gastos com nítidos traços de fraude, como despesas em duplicidade, hospedagens simultâneas em mais de uma cidade, notas fiscais servis a encobrir despesas particulares próprias, de parentes e outros. Incidência, no particular, da Súmula 7/STJ.

---

ao dever de diligência (e revela o cuidado) que a LSA estabelece" (CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, op. cit., p. 883).

649 Sobre o tema cabe citar o Enunciado 86 da III Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal: "O desacerto do mérito da decisão negocial não é, por si só, causa de responsabilidade civil do administrador, a qual pressupõe o descumprimento de dever legal ou estatutário". A justificativa apresentada como fundamento desse enunciado delimita de forma clara a interpretação da natureza de obrigação de meio, conforme se verifica a partir do seguinte trecho: "Cabe ao administrador buscar, ao máximo, suas habilidades para possibilitar que a sociedade perceba os lucros de seus investimentos, contando com discricionariedade para selecionar quais serão os meios empregados para alcançar os fins sociais. Desse modo, tendo agido em conformidade com os padrões de conduta dele esperados, o administrador terá adimplido com sua obrigação de meio, não respondendo pelos resultados efetivamente produzidos por suas escolhas" (BRASIL. Poder Judiciário. Conselho da Justiça Federal. **Enunciado nº 86**. III Jornada de Direito Comercial. Brasília, 2019. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/1322. Acesso em: 11 nov. 2022).

11. Recurso especial parcialmente provido.[650]

Ante o exposto, nota-se que o dever de diligência, enquanto cláusula geral, encerra inerente fluidez conceitual e dificulta, portanto, a identificação precisa de todos os seus contornos e reflexos, sobretudo quando confrontado com a assunção de riscos próprios do exercício da atividade empresarial.

É nesse sentido a síntese de Ana Frazão, que aponta ainda alguns exemplos de parâmetros associados ao dever previsto no artigo 153 da Lei das S.A., dos quais se destacam, dentre outros: (i) dever de informação para a tomada de decisões; (ii) competência profissional (ou o dever de se preparar para o cargo); (iii) conhecimento sobre os negócios empreendidos pela companhia; (iv) a criação de estrutura de organização compatível com as atividades da companhia e os riscos assumidos; (v) a estruturação de sistema interno de vigilância, supervisão e investigação; (vi) o dever de intervir em problemas graves (ou ameaças de); (vii) o respeito às obrigações legais;[651] (viii) efetivo comparecimento às reuniões dos órgãos colegiados de que participe; e (ix) tomada de decisões mediante processos justos, adequados e razoáveis.[652]

O artigo 154 da Lei n° 6.404/1976 trata da finalidade das atribuições e desvio de poder, estabelecendo como princípio fundamental a prevalência do interesse social. De acordo com Nelson Eizirik, "tal princípio justifica-se na medida em que o interesse social constitui o meio ou pressuposto para a realização dos fins da companhia".[653]

Desse modo, deve o administrador exercer suas atribuições para atingir o fim social e sempre no interesse companhia (que é, originalmente, a geração de valor para os acionistas), fazendo com que a sociedade não deixe de cumprir sua função social. A atuação do administrador deve atender unicamente o interesse da companhia, não podendo o mandato ser utilizado para atendimento de interesse de grupos específicos de acionistas (sobretudo nos casos em que o administrador é eleito pode determinado grupo).

A regra do artigo 154 acaba dialogando e complementando os deveres de diligência e de lealdade, porquanto prescreve práticas vedadas aos administradores que, na essência,

---

[650] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4ª Turma). Recurso Especial 1.349.233/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. **DJe** 5 fev. 2015. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201201139565&dt_publicacao=05/02/2015. Acesso em: 11 nov. 2022.

[651] Sobre esse particular, vide a Seção 5.1.1, que trata especificamente do dever de legalidade dos administradores.

[652] FRAZÃO, Ana. Art. 153. 9. O conteúdo do dever de diligência. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 807-811.

[653] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. III. p. 127.

decorrem dos referidos deveres.[654] Seu parágrafo quarto contempla a regra que legitima atos de responsabilidade social corporativa, na medida em que permite que o conselho de administração ou a diretoria autorizem "atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais".

Por seu turno, o dever de lealdade tem previsão expressa no artigo 155 da Lei n° 6.404/1976, que possui a seguinte redação:

> Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:
> I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;
> II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;
> III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

O dever de lealdade deve ser lido sempre em conjunto com o princípio da prevalência do interesse social, em linha com o que dispõe o já mencionado artigo 154. Além disso, contempla dever de sigilo, tutelando tanto a própria companhia quanto o mercado como um todo (este último ao prevenir prática de *insider trading*).[655]

Analisando o *caput* do artigo 154, Nelson Eizirik comenta que aos administradores é imposto o dever legal de atuar no intuito de desenvolver o objeto social da companhia da forma mais lucrativa possível, embora de maneira a gerar o menor custo para a comunidade em que atua. Isto porque a atuação no melhor interesse da companhia deve observar as exigências do bem público e a função social da empresa.[656]

---

[654] Para Ana Frazão, o artigo 154 da Lei n° 6.404/1976 estende os efeitos do dever de diligência, vinculando-o ao bem comum e à função social da empresa, além de ampliar seus destinatários, incluindo os empregados, titulares de outros valores mobiliários que não ações emitidos pela companhia, credores sociais e a sociedade em sentido amplo.

[655] O *Insider trading* é caracterizado pelo uso de informações privilegiadas (assim entendidas aquelas de conhecimento da companhia, cuja divulgação possa influenciar de modo ponderável a decisão de um investidor comprar, vender ou manter em carteira determinado valor mobiliário e que ainda não tenham sido divulgadas ao mercado) com vistas à obtenção de vantagem ilícita, constituindo crime nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Essa visão sistemática do dever de lealdade pode ser extraída da leitura de Ana Frazão: "O art. 155, da Lei nº 6.404/1976, trata do dever de lealdade, que está intrinsecamente relacionado ao dever de agir no interesse da companhia e ao dever de sigilo, visando este último não somente à proteção da sociedade do ponto de vista concorrencial, mas também à preservação do bom funcionamento do mercado de capitais e dos interesses dos investidores, para o fim de evitar a utilização de informações privilegiadas em benefício do próprio administrador ou de terceiros em detrimento dos demais investidores (insider trading)." (FRAZÃO, Ana. Art. 155. 1. O conteúdo do dever de lealdade. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 835).

[656] EIZIRIK, Nelson. Eleição de membro do conselho de administração para atuar como conselheiro de companhia não concorrente: inexistência de impedimento. In: EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário**: estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 97.

É nesse contexto que o artigo 154 relaciona, em seus parágrafos, certas condutas que são vedadas ao administrador, sob pena de violação ao dever de lealdade previsto no artigo 155. Dentre essas condutas, consta a já mencionada proibição ao administrador de atuar em benefício do grupo de acionistas responsáveis por sua eleição em detrimento dos demais e do próprio interesse da companhia (conforme § 1º) e as vedações de conduta previstas pelo § 2º, como o recebimento de vantagens pessoais não autorizadas patrocinadas por terceiros e a utilização dos serviços da companhia para obter benefício para si ou outrem.

Com efeito, atuar em conformidade com o dever de lealdade significa, em última análise, que a atuação do administrador deve estar circunscrita aos interesses da companhia, balizada pelo respeito ao bem público e à função social da empresa.

Assim, a cláusula geral relativa ao dever de lealdade encerrada pelo artigo 155 está intrinsecamente ligada, ainda, à previsão contida no artigo 156, segundo o qual é preciso evitar que o administrador atue em conflito de interesses com a companhia. Por conseguinte, verificada uma hipótese em que a atuação do administrador na gestão dos negócios seja conflitante com os interesses da companhia, ele deve abster-se de participar da tomada de decisão, sem prejuízo da necessidade de informar sobre a existência do conflito aos demais administradores.

Dentre os deveres dos administradores de companhia, há que se mencionar, ainda, o dever de informar, previsto no artigo 157 da Lei n° 6.404/1976 e aplicável aos administradores de companhias abertas, que abarca a obrigação destes de prestar informações tanto aos acionistas da companhia quanto ao mercado.

A ideia que embasa a necessária transparência das informações prestadas fundamenta-se essencialmente em condição imprescindível ao correto funcionamento do mercado de capitais: o regime informacional da companhia deve refletir adequadamente no preço dos valores mobiliários por ela emitidos. É nesse sentido a conclusão de Fábio Ulhoa Coelho, para quem a dimensão mais relevante do dever de informar é a ampla transparência, isto é, *full disclosure*, nas comunicações da companhia ao mercado:

> O regular funcionamento do mercado de capitais depende da transparência no acesso às informações sobre as companhias abertas emissoras dos valores mobiliários nele negociados. É o chamado princípio do full disclosure, que garante a todos os investidores oportunidades iguais na negociação. O administrador é o principal agente de efetivação deste princípio. A comunicação deve se dar imediatamente após a conclusão do negócio ou a ocorrência do fato, momento que nem sempre é fácil de precisar.[657]

[657] COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade dos administradores das sociedades por ações. **Revista de Direito do Ministério Público**, Rio de Janeiro, n. 5, p. 68-91, 1997. p. 78.

Assim, como assevera Ana Frazão, a questão é assegurar que todos os investidores possuam condições e oportunidades iguais de negociação. Caso contrário, corre-se o risco de gerar desincentivo para o investimento no mercado de capitais e/ou de causar aumento no custo dos investimentos. Em ambos os cenários, verifica-se prejuízo do ponto de vista concorrencial, conforme denota o raciocínio empreendido pela autora:

> Se não houver iniciativas para um equilíbrio mínimo no acesso à informação, ou não haverá incentivos para o investimento no mercado de capitais ou se aumentará o custo do investimento, uma vez que os investidores só correrão riscos excessivos mediante a expectativa de remuneração mais alta. A ideia, portanto, é que a competição nos mercados de capitais deva ocorrer mais pela eficiência na análise das informações do que propriamente pela obtenção da informação em si, afastando assimetrias informacionais injustificáveis.[658]

Alguns desdobramentos do dever de informar são indicados nos parágrafos do artigo 157. Nessa linha, dispõe o § 1º, em atenção à primeira destinação do dever de informar (prestação de informações aos acionistas), que o administrador deve esclarecer aos acionistas certas circunstâncias relacionadas a eventuais negócios dos quais faça ou tenha tomado parte, como os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; e o número dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; sem prejuízo dos demais.

Já o § 4º estabelece que os administradores de sociedades anônimas abertas têm a obrigação de comunicar à bolsa de valores e a divulgar na imprensa qualquer deliberação ocorrida no âmbito da assembleia geral ou de outros órgãos de administração da companhia, bem como os fatos relevantes que guardem relação com os negócios empresariais e que, de alguma maneira, sejam capazes de influenciar a atividade de compra e venda de valores mobiliários emitidos pela companhia.

O § 6º, por sua vez, determina a obrigação de que o administrador de companhia aberta mantenha a Comissão de Valores Mobiliários e a bolsa de valores permanentemente atualizados sobre a posição acionária na companhia.

---

[658] FRAZÃO, Ana. Art. 157. 1. Deveres de transparência e de informação. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 858.

Feitas essas breves considerações sobre os deveres expressamente positivados na Lei das S.A., passa-se, na seção seguinte, a tecer comentários acerca do chamado dever de legalidade.

5.1.1 Breves notas sobre o dever de legalidade

O dever de legalidade consiste no dever do administrador de tomar as providências necessárias e certificar que a companhia satisfaça todas as obrigações que lhe são impostas pelas normas a que está sujeita. Em outras palavras, o dever de legalidade impõe ao administrador fazer com que a companhia cumpra aquilo que o ordenamento jurídico lhe exige.

Trata-se de decorrência lógica – e óbvia – da posição de membro da administração de companhia, ou seja, de pessoa natural que ocupa cargo necessário para o regular funcionamento e atuação da entidade.

Embora não haja, no ordenamento jurídico brasileiro, disposição legal específica prevendo o dever de legalidade de forma expressa, entende-se que tal dever vincula os administradores de companhia, justamente porque a companhia deve cumprir as determinações legais que lhe são impostas e, para tanto, dependem da atuação de seus administradores.

Em relevante estudo sobre o tema, que, diga-se de passagem, é pouco explorado na literatura jurídica brasileira, Gustavo Gonzalez e Bruno Tostes Corrêa apontam os seguintes fundamentos para o dever de legalidade: (i) o postulado da unidade do ordenamento jurídico; (ii) o interesse no cumprimento das normas pelas sociedades; (iii) a necessidade de proteção dos interesses jurídicos tutelados pelas normas externas que incidem sobre a sociedade; (iv) a noção de que a exploração de atividade econômica só é legítima se exercida dentro dos contornos da legalidade; e (v) necessidade de proteção do patrimônio das sociedades.[659]

Raúl Ventura e Luís Brito Corrêa, há mais de 50 anos, contribuíram com a seguinte formulação, extremamente didática, a respeito do dever de legalidade:

> Parece evidente que um acto criador duma obrigação da sociedade para com terceiros tem necessariamente de envolver uma vinculação para os seus administradores: toda a obrigação postula um acto jurídico de cumprimento e a sociedade, por natureza, só é capaz de praticar actos jurídicos através dos seus órgãos, só pode cumprir obrigações para com terceiros através dos seus «órgãos

[659] GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes. Dever de legalidade dos administradores de sociedades. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, n. 30, p. 1-87, jan./jun. 2022. p. 7-10.

> representativos» – os administradores. Não faz sentido, por isso, impor uma obrigação a uma sociedade, se não se impuser aos administradores o dever de a cumprir em nome e por conta da sociedade.[660]

Em seu aprofundado trabalho, Gustavo Gonzalez e Bruno Tostes Corrêa registraram que a origem do que se denomina dever de legalidade tem origem no ordenamento jurídico estadunidense e foi sendo consolidado com base em diversos precedentes judiciais que reconheceram a responsabilidade de administradores por atos de gestão que geraram prejuízos à sociedade em razão do descumprimento de normas legais. Naquele ordenamento, foi se desenvolvendo a construção de que o dever de legalidade está ligado ao dever de lealdade (*duty of loyalty*), que impõe aos administradores a gestão da companhia de acordo com as regras estabelecidas pelo ordenamento jurídico.[661]

Para além do dever de estrito cumprimento da lei, desenvolveu-se, como consectário dos deveres de diligência (*duty of care*) e de lealdade, um dever de supervisão (*duty of oversight*) atribuível aos administradores, que preconiza a adoção de medidas efetivas para assegurar a conformidade da atuação da companhia (por meio de adequados controles internos) com as normas jurídicas (*duty of compliance*).

Logo, o dever de legalidade se desdobra tanto no dever de atuar e fazer com que a companhia atue de acordo com as normas legais quanto no dever de supervisão, a fim de se assegurar que a atuação da companhia está em conformidade com o ordenamento jurídico.

Importante destacar que não há conflito entre o dever de legalidade e o interesse social da companhia (compreendido como a geração de valor para os acionistas), porquanto o primeiro tão somente delimita as formas pelas quais a companhia poderá regularmente exercer seu objeto social.

Sobre esse particular, tomando por base disposições do *Principles of Corporate Governance* publicado pela *American Law Institute* (que por um lado estabelecem que as sociedades devem conduzir suas atividades com vistas à maximização dos lucros e, por outro, que, ainda que a sociedade não obtenha lucro, deve agir, na condução de seus negócios, tal

---

[660] VENTURA, Raúl; CORREIA, Luís Brito. Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas: estudo comparativo dos direitos alemão, francês, italiano e português. Separata do «**Boletim do Ministério da Justiça**», Lisboa, n. 192, 193, 194 e 195, 1970. p. 110-111.

[661] Os autores concluem que "o direito norte-americano reconhece um dever imputável aos administradores de conduzir as atividades sociais de maneira que a companhia cumpra as normas jurídicas incidentes sobre ela. Não obstante inexistir uma construção dogmática autônoma para o dever de legalidade nos Estados Unidos, ele existe e deve ser cumprido à risca pelos administradores, como a evolução jurisprudencial dos tribunais de Delaware indica" (GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes, op. cit., p. 12-28). Após analisar o cenário existente na Alemanha, Portugal e Espanha, concluem que, a despeito de tais ordenamentos não elencarem expressamente dever de legalidade atribuível aos administradores, a doutrina e o Judiciário daqueles países vêm reconhecendo a existência do dever de legalidade, cuja positivação é desnecessária.

como uma pessoa natural, segundo as prescrições legais), Melvin Eisenberg reconheceu dever que chamou de *legal-conduct principle*, considerando-o compatível com o princípio da maximização dos lucros. Veja-se:

> *Indeed, the legal-conduct principle is consistent with the profit-maximization principle. The profit-maximization principle states what the objective of the corporation should be. The legal-conduct principle does not modify the objective, but rather lays down the channels within which that objective may properly be realized. An analogy may be drawn to the rules of a game. An objective of playing a game is win. Obeying the rules of a game is consistent with that objective, even when breaking the rules would make winning more likely. If a player asserted that she was justified in breaking the rules of a game because doing so maximized her chances of winning, we should say that she does not understand what it means to play a game. As with the rules of a game, so with the rules of law. A corporate actor who said that profit-maximization justifies causing the corporation to break the law would not understand what law means and would not understand what profit-maximization means*.[662]

Especificamente no que toca à realidade brasileira, como já dito, ainda que não haja disposição legal expressa a respeito do dever de legalidade, não há dúvida sobre a sua existência, que se fundamenta na unidade do ordenamento jurídico e na imposição de cumprimento das normas pela companhia.

Com efeito, aos administradores cabe praticar somente atos regulares de gestão. Por "ato regular de gestão", entende-se aqueles que se destinam ao cumprimento do objeto social, respeitadas as disposições do estatuto social e da lei e em consonância com o interesse social. Daí porque o artigo 158, II da Lei n° 6.404/1976 estabelece responsabilidade pessoal para os administradores pelos prejuízos a que derem causa quando procederem "com violação da lei ou do estatuto".

Para José Luiz Bulhões Pedreira, o sistema jurídico da companhia consiste no conjunto de todas as normas jurídicas que se aplicam a cada companhia, o que inclui seu estatuto social, a Lei das S.A. e regulamentações a ela aplicáveis, leis que contenham normas aplicáveis à classe a que pertence a companhia ou à atividade por ela exercida e, ainda, estipulações de contratos.[663]

Em parecer elaborado em 1987, Bulhões Pedreira já havia consignado que a estrita observância de lei e do estatuto ("fundamental para proteção de todos os interessados na companhia ou em sua atividade") e o fato de os administradores serem profissionais justifica a

---

[662] EISENBERG, Melvin Aron. The duty of good faith in Corporate Law. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 31, n. 1, p. 1-76, 2006. p. 33-34.

[663] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sistema jurídico da companhia. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. I. p. 161-162.

inversão do ônus da prova na hipótese de atribuição de responsabilidade por violação à lei ou ao estatuto.[664]

Tratando da responsabilidade dos administradores de companhia, Luiz Antonio de Sampaio Campos ressalta tanto a existência do dever de legalidade quanto a impossibilidade de se alegar desconhecimento da lei. Veja-se:

> Embora em regra o desconhecimento da lei não possa servir para autorizar o seu descumprimento, conforme a velha noção de que "a ninguém é dado desconhecer a lei", no caso da LSA e do estatuto há uma obrigação legal e mesmo moral imposta aos administradores de conhecer efetivamente, não só à luz do dever de diligência que lhes é imposto, mas também pelo fato de serem estes os diplomas que informam diretamente a atuação dos administradores. Esse fato justifica a maior rigidez no regime probatório imposto aos administradores quando se trata de violação da lei ou do estatuto, tendo, ainda, presente o fato de serem os administradores gestores de bens alheios.
> A expressão lei constante do artigo 158, II, da LSA não se restringe à LSA. Aplica-se "às diferentes leis especiais que traçam conduta dos administradores de empresas coletivas em face da ordem social" (VALVERDE, v. II, n. 365).[665]

Inclusive, o dever de legalidade deve prevalecer em caso de conflito entre norma à qual a companhia deve cumprir e orientação de órgão hierarquicamente superior, tal como o conselho de administração em relação à diretoria e a assembleia geral em relação aos referidos órgãos da administração. Em suma, o administrador tem o dever de não cumprir determinação ilegal ou em desacordo com o estatuto social.[666]

De acordo com Gustavo Gonzalez e Bruno Tostes Corrêa, no contexto da Lei das S.A., a violação do dever de legalidade pode representar violação do dever de diligência, do dever de não atuar em desvio de poder e do dever de lealdade (estabelecidos, respectivamente, nos artigos 153, 154 e 155 da Lei n° 6.404/1976), conforme o caso, tendo apresentado conclusão no seguinte sentido:

> [...] entendemos que, a depender da situação concreta, uma dada violação ao dever de legalidade pode melhor se enquadrar em algum dos referidos artigos [153, 154 e 155] da Lei das Sociedades por Ações, ou, mesmo, em todos eles.

---

[664] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade civil do Diretor de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, 2º v., parte III: pareceres. p. 405.

[665] CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de administração e diretoria. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. I. p. 1208-1209.

[666] Ao abordar esse aspecto, José Alexandre Tavares Guerreiro, inclusive afirma haver "equivalência conceitual entre ato irregular de gestão e atos praticados por administrador com violação da lei ou do estatuto" (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 20, n. 42, p. 69-88, 1981. p. 76).

> Em tese, o administrador que atua com a diligência que se espera de um fiduciário procede de maneira a não violar, ele próprio ou por meio da sociedade, a lei. Deste modo, a atuação diligente do administrador pressupõe a contínua promoção da conformidade da sociedade às prescrições normativas. Ademais, o agir diligente do administrador deve sempre ser acompanhado de uma atuação leal e sem desvio de poder, que significa a necessária convergência ao ordenamento jurídico. A razão para isto é simples: o agir do administrador em contraposição a normas jurídicas se caracteriza por ser um ato de deslealdade, pois as sociedades só podem atuar de maneira regular no mercado se praticarem atividades e atos legais, através de meios também legais, de acordo com as normas aplicáveis a cada situação.[667]

Esse entendimento pode também ser identificado em precedentes judiciais e administrativos da Comissão de Valores Mobiliários.[668]

Cabe notar que no prisma do dever de diligência se enquadra também o dever de controle da legalidade (decorrente do dever de legalidade) e que demanda a estruturação de mecanismos capazes de assegurar que a condução das atividades da companhia está em conformidade com as normas às quais deve cumprir. Ou seja, para garantir o cumprimento do dever de legalidade, a companhia deve possuir controles internos e mecanismos de *compliance* adequados.

Nesse contexto, é importante observar que, tendo em vista que um dos conceitos de ESG é sua funcionalidade como controle de risco, é possível que companhias divulguem, sob o rótulo de "prática ESG", medidas que implementam visando única e exclusivamente o cumprimento de lei ou a asseguração do cumprimento de lei. Tais medidas, portanto, se enquadram em mero cumprimento do dever de legalidade. Nada além disso.

Faz parte curso normal das atividades do administrador de companhia a adoção de controles eficientes para certificar que a companhia cumpre as normas que lhe são aplicáveis, bem como implementa gestão de risco adequada no que diz respeito a prevenção de eventuais infrações legais.

---

[667] Para os autores, inclusive, o dispositivo referente ao dever não atuar em desvio de poder (artigo 154 da Lei n° 6.404/1976), se lido *a contrario sensu* impõe aos administradores não atuar em desvio de poder ou de finalidade (GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes, op. cit., p. 54-56).

[668] Vide, a título exemplificativo: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (10ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 11.022-4. Relator: Desembargador Souza José. Data de julgamento: 17 fev. 1998, Jurisprudência do Tribunal de Justiça, São Paulo, v. 212, ano 33, 1999. p. 37 (decisão mencionada em julgado mais recente, de 2021); SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível 1007398-50.2020.8.26.0011. Relator: Cesar Ciampolini. Data de julgamento: 25 ago. 2021. Data de publicação: 16 ago. 2021 – que reconhece dever de "respeito aos preceitos normativos" e conclui que a "vulneração aos regulamentos legais que tutelam os interesses daí emergentes há de implicar a responsabilização do administrador faltoso"; BRASIL Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1760. Relator: Diretor Pablo Renteria. Data de julgamento: 11 set. 2018; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2016. Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de julgamento: 16 dez. 2019; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2016. Relator: Diretor Henrique Machado. Data de julgamento: 3 nov. 2020; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016. Relator: Diretor Henrique Machado. Data de julgamento: 3 nov. 2020, dentre outros.

O dever de diligência, associado ao dever de legalidade, impõe ao administrador, inclusive, observar e fazer com que a companhia cumpra as obrigações contratuais por ela assumidas. Como exceção a essa regra e com fundamento no mesmo dever de diligência, admite-se que o administrador direcione a companhia ao descumprimento de contrato, caso os efeitos do descumprimento (tais como multas e indenizações) sejam menos onerosos que o seu efetivo cumprimento, ou seja, em consonância com a geração de valor que informa o interesse social. No entanto, é preciso ter em mente tal ação (descumprimento deliberado de contrato) pode gerar danos reputacionais de difícil mensuração.

Para fins de adequada informação aos acionistas e ao mercado, o ideal seria que a companhia ressaltasse as práticas que, embora tenham relação com a temática ESG, consistem em cumprimento do dever de legalidade e, do mesmo modo, identificasse as práticas que vão além do cumprimento do referido dever e que consistem em práticas de responsabilidade social corporativa (ou da efetivação de interesse social ressignificado, se for o caso).

Essa prática seria salutar na medida em que o administrador pode (e deve) ser responsabilizado por prejuízos que der causa em razão do descumprimento do dever de legalidade, como expressamente estabelece o artigo 158, II, da Lei n° 6.404/1976. Por outro lado, o cumprimento do dever de legalidade de forma injustificavelmente mais onerosa que o razoável para a companhia poderia, em tese, gerar responsabilidade para o administrador, se comprovado que atuou com culpa ou dolo, com fundamento no artigo 158, I, da Lei n° 6.404/1976.

Além disso, a prática de responsabilidade social corporativa de modo desproporcional ao que estabelece o artigo 154, § 4°, da Lei das S.A. poderia, igualmente, ensejar a responsabilidade do administrador. Dispondo 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", o referido dispositivo deve ser lido à luz do interesse social, seja ele o interesse social "original" ou o "ressignificado para abarcar interesses de terceiros".

Em qualquer das hipóteses, a atuação da administração deve observar o escopo lucrativo da companhia. O que pode variar é justamente a possibilidade – para as companhias com interesse social ressignificado – de maior destinação de recursos para iniciativas que visem ao atendimento de interesses de terceiros (*stakeholders*) sem violação ao dever de não atuar em desvio de poder (isto é, atuar em sintonia com o interesse da companhia).

5.2 Impactos da ressignificação do interesse social nos deveres dos administradores

Os deveres dos administradores de companhia são bem delimitados pela Lei n° 6.404/1976 e devem ser exercidos sempre à luz do interesse social. Assim, de forma geral, a atuação dos administradores deve ser pautada pela legalidade, observando-se os deveres específicos estabelecidos pela Lei das S.A. (de diligência, de lealdade, de não atuar em desvio de poder e de informar) e pelo objetivo de geração de valor para os acionistas.

Naquelas companhias em que o interesse social foi alargado para contemplar também os interesses dos *stakeholders*, aquele quadro de deveres permanece hígido, mas com o acréscimo de que, em sua atuação, os administradores não devem tão somente "observar", mas efetivamente prestigiar os interesses dos *stakeholders*, ainda que dessa iniciativa possa decorrer diminuição da lucratividade, mas nunca a sua extinção, sob pena de impossibilidade de cumprimento do fim social e, por conseguinte, a razão da companhia existir.

É fundamental que se estabeleça em que medida a companhia considerará os interesses dos *stakeholders* em sua atuação, assim como os grupos de *stakeholders* contemplados. Ou seja, a administração precisa ter orientação, direcionamento e balizas mínimas para que cumpra adequadamente sua função, sem risco de exagerar (para mais ou para menos) na ponderação entre interesses de acionistas (geração de valor, lucro) e interesses de *stakeholders* (que podem ser os mais variados possíveis).

Esse direcionamento pode decorrer de políticas, diretrizes e até mesmo de metas que tenham sido aprovadas por acionistas ou pela própria administração (cujas contas sejam posteriormente aprovadas pelos acionistas). Não havendo qualquer documento corporativo que possa servir como norte para a atuação da administração nessa seara, deve o administrador atuar com razoabilidade para atender às demandas dos diversos grupos que são abarcados pelo interesse social e submeter-se ao escrutínio dos acionistas na assembleia geral ordinária.

Em todo caso, a companhia não deixa de ter escopo lucrativo e, portanto, a acomodação dos interesses dos *stakeholders* com a geração de valor para os acionistas passa a ser um desafio para a administração. Se a companhia não for lucrativa, não estará cumprindo seu fim e, consequentemente, não haverá justificativa para sua existência. Por outro lado, se, para conseguir obter lucro tiver que sacrificar os interesses de *stakeholders* aos quais deve atender (à luz de seu interesse social ressignificado), pode mostrar-se igualmente inviável sua existência.

Trata-se de questão delicada, existente nos dias atuais em decorrência da ascensão do fenômeno ESG e dos ditames da sustentabilidade. Como visto nas Seções 2 e 3 deste trabalho, nota-se tendência de aumento contínuo da demanda (seja por clientes, financiadores ou pelo público em geral) para que as companhias adotem práticas ESG, pelo que se pode vislumbrar que grande parte das companhias venham a passar por processo de ressignificação de seus respectivos interesses sociais.

Quiçá no futuro esse movimento tenha vulto tão significativo a ponto de resultar em práticas de mercado reiteradas, de modo que os agentes econômicos que não as adotarem poderão correr o risco de não conseguir realizar negócios com outras partes (para as quais os valores por trás dos diversos conceitos de ESG são caros).

De todo modo, uma estratégia que pode se mostrar adequada é a de enxergar cada demanda (ou risco) relacionado a temas ESG como oportunidades para que a companhia realize investimentos que ao mesmo tempo atendam à demanda de *stakeholders* e visem a geração de retorno financeiro (ainda que no longo prazo). Dessa forma, atende-se aos diversos interesses que informam o interesse social, mantêm-se o escopo lucrativo e possibilita-se a captura de ganhos reputacionais imediatos.

Ao que parece, a chave para solução do problema acima colocado é a atuação da administração no sentido de sempre conciliar os diversos interesses abarcados pelo interesse social. Não sendo possível, em cada caso, atender plenamente a todos, deve a administração zelar para que, no mínimo, não seja causado dano aos *stakeholders* cujos interesses integram o interesse social.

De todo modo, deve-se reconhecer que a ressignificação do interesse social gera impactos nos deveres dos administradores. No que toca ao dever de diligência, passa-se a exigir que o administrador tenha (ou adquira) conhecimento a respeito das diversas demandas envolvendo os *stakeholders* da companhia e busque se informar sobre as formas mais eficientes de acomodá-las com os interesses dos acionistas, de modo a gerar resultado positivo para a companhia, tanto sob o ponto de vista financeiro quanto do não-financeiro.

Em sua atuação, o administrador passa a ser responsável pela asseguração de que os interesses dos *stakeholders* estão sendo atendidos pela companhia, no que se poderia chamar de "*compliance* ESG". Há, portanto, uma ampliação dos destinatários do dever de diligência, tal qual sustenta Ana Frazão.[669]

---

[669] FRAZÃO, Ana. Art. 154. 3. Interesse social vinculado à função social da empresa. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 825-828.

Na hipótese de a companhia ter fixado metas ou assumido compromissos públicos relacionados a temas ESG, o atingimento das metas e cumprimento dos compromissos passa a pautar a atuação da administração, em paralelo à busca pela lucratividade e geração de valor.

Para aquelas companhias cujo interesse social contemple interesses dos *stakeholders*, entende-se que, no contexto do dever de diligência, deve a administração providenciar a divulgação adequada de informações relacionadas às práticas ESG adotadas pela companhia, seguindo padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para esse fim.

Em suma, a palavra de ordem é transparência, que, inclusive, é inerente ao dever de informar (incidente sobre os administradores de companhias abertas) e um dos pilares da governança corporativa.

A razão para tal é o fato de propiciar que todos os grupos de *stakeholders* da companhia e também os investidores e o mercado em geral tenham acesso a informação consistente e precisa de modo a poderem formar juízo de valor e tomar decisões negociais que envolvam valores mobiliários emitidos pela companhia ou mesmo a realização de negócios com a própria.

A respeito desse dever de transparência, cabe transcrever a reflexão de Rui Pereira Dias e Mafalda de Sá:

> Tanto o investimento socialmente orientado como a avaliação financeira dos fatores ESG dependem da existência de informação completa e precisa sobre as empresas, as suas atividades e modo de atuação e, sobretudo, a sua relação com práticas de sustentabilidade. Por isso mesmo, grande parte das iniciativas legislativas nesta matéria segue uma abordagem de transparência, impondo deveres de divulgação de informação. Pese embora, como veremos, o recurso à transparência assente numa lógica de mercado, direcionada para os investidores, é patente que o propósito é dúplice, incluindo no público-alvo outros sujeitos e pretendendo incentivar atuações empresariais mais sustentáveis. Exemplarmente neste sentido temos as demonstrações não financeiras e, mais recentemente, as iniciativas europeias em matéria de financiamento sustentável.[670]

Nesse contexto, para além das demonstrações financeiras, é adequado que companhia divulgue informações relacionadas ao tema ESG, diferenciando as práticas destinadas à gestão de riscos ESG (questões de natureza ambiental, social ou de governança que possam resultar em danos para a companhia, não necessariamente consistindo em prática ESG, como sustentado nesta tese) daquelas relacionadas ao atendimento direto a interesses de *stakeholders* (práticas relacionadas aos eixos ESG que não correspondam a cumprimento de determinação legal ou gerenciamento de risco).

---

[670] DIAS, Rui Pereira; SÁ, Mafalda de. op. cit., p. 133.

Quanto ao dever de lealdade, deve-se destacar que a lealdade do administrador é para com a sociedade e não para com qualquer dos grupos específicos que informam o interesse social (acionistas e *stakeholders*). No entanto, no exercício do dever de lealdade perante a companhia, o administrador deverá igualmente ter como norte o interesse social, esse sim abarcando tanto o interesse dos acionistas quanto interesses dos *stakeholders*.

Desse modo, pode-se dizer que há uma ampliação dos destinatários do dever de lealdade, como também sustenta Ana Frazão, impondo um dever de proteção e colaboração "perante todos aqueles que, de forma contratual ou não, estão sujeitos aos efeitos e externalidades da atividade empresarial".[671]

No entanto, deve-se ressalvar que ampliação dos destinatários não se confunde com criação de dever para o administrador perante terceiros. O dever de lealdade é para com a companhia, mas seu conteúdo e rol de destinatários são ampliados. Tal aspecto deve ficar bem claro, sob pena de se pretender legitimar eventual demanda direta de terceiro em face de administrador de companhia por quebra do dever de lealdade.

Por óbvio, o sistema de responsabilidade de administrador não permite tal situação sob pena de se inviabilizar a assunção de cargos na administração de companhia. O que poderá ocorrer é: eventual dano causado a terceiro destinatário do dever de lealdade por infração deste que gere responsabilidade para a companhia poderá repercutir em responsabilidade do administrador, pleiteada pela companhia (e não pelo terceiro prejudicado, cuja demanda deve ser endereçada à companhia).

No que diz respeito ao dever de informar, pode-se vislumbrar ampliação do que possa ser considerado fato relevante (para fins do artigo 157, § 4°, da Lei n° 6.404/1976) para as companhias abertas que tenham seu interesse social ressignificado para abarcar interesses de *stakeholders*.

Com efeito, as companhias abertas cujo interesse social tenha sido alargado podem vir a gerar legítimas expectativas nos integrantes dos diversos grupos de *stakeholders* que com ela se relacionam em razão de metas e/ou compromissos assumidos publicamente. Nesse contexto, é mais que razoável que qualquer fato relacionado a metas e/ou compromissos que tenha assumido seja considerado relevante e devidamente comunicado ao mercado.

Até porque, como se verá na Seção 5.3.3, o descumprimento de compromissos relacionados a temas ESG assumidos publicamente pode gerar responsabilidade para a

---

[671] FRAZÃO, Ana. Art. 155. 4. Função social da empresa e ampliação dos destinatários do dever de lealdade. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 843.

companhia e, a depender da atuação dos administradores, estes podem ser instados a responder pelo dano sofrido pela companhia.

Por tudo que foi exposto nesta seção, entende-se que não há criação de novo dever (além daqueles já previstos na lei) para os administradores de companhia que teve seu interesse social ressignificado para abarcar interesses de *stakeholders*, mas sim uma necessidade de adequação da atuação dos administradores, em observância aos deveres que já lhes são impostos, para que, no curso ordinário de seus negócios, a companhia atenda adequadamente aos diversos grupos de interesses que integram o interesse social.

5.3 Impactos da ressignificação do interesse social na responsabilidade dos administradores

A responsabilidade do administrador de companhia é tema tão instigante quanto necessário, que possui diversas complexidades e nuances, funcionando como mecanismo eficiente de alinhamento entre acionistas e administradores, com vistas a assegurar a boa gestão empresarial.[672] Na linha da advertência consignada no início da Seção 5, não é o foco desta tese tratar de todos os aspectos dessa matéria, de modo que o objetivo desta seção é identificar possíveis impactos da ressignificação do interesse social (para abranger interesses de terceiros) na responsabilidade dos administradores, sem qualquer pretensão de aprofundamento sobre quaisquer outros aspectos envolvendo o tema.

Entretanto, para fins de contextualização e fixação de premissas, cabe revisitar, de forma sucinta, os conceitos básicos, pressupostos e fundamentos legais que legitimam e servem para efetivar a responsabilidade do administrador de companhia.

Como visto, o administrador funciona como órgão de gestão da companhia, exercendo, no aspecto interno da sociedade, todos os atos necessários para o seu regular funcionamento e, externamente, presentando-a perante terceiros.

Nesse contexto, pode o administrador, eventualmente, gerar dano à companhia, seja em razão de erro grosseiro de gestão (decorrente de decisão negocial que não observou critérios mínimos de diligência suficientes para exonerar o administrador de responsabilidade pelos seus resultados), seja em razão de prejuízos causados a terceiros que venham a gerar obrigação de indenizar e consequente impacto negativo no patrimônio da companhia.

---

[672] Cf. FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 233-236.

Justamente pelo fato de o administrador presentar a companhia, a Lei n° 6.404/1976 estabelece, em seu artigo 158, que o administrador não é responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade em virtude de ato regular de gestão. No entanto, o administrador responderá civilmente pelos prejuízos que der causa sempre que agir com dolo ou culpa, ainda que dentro de suas atribuições ou poderes; ou com violação da lei ou do estatuto (ou seja, quando infringir o dever de legalidade).

Desse sistema, extrai-se que terceiro de boa-fé que eventualmente sofrer dano em razão de ato regular de gestão praticado pela companhia – presentada por seu administrador – deverá, em princípio, demandar indenização em face da companhia e não do administrador, eis que parte ilegítima para figurar no polo passivo da demanda.

A ilegitimidade passiva do administrador, na hipótese de dano decorrente de ato regular de gestão, reside no fato de que "atuando como órgão da pessoa jurídica, nada mais faz [...] do que realizar a vontade do ente coletivo".[673] Não é o ocorre na hipótese de o administrador atuar em infração à lei ou ao estatuto social. Nessa hipótese, a atuação do administrador não pode ser interpretada como sendo "presentativa" da sociedade, porquanto em contrariedade à lei ou ao estatuto social. Logo, entende-se que o administrador não estaria agindo na posição de presentante da companhia, mas sim em nome próprio.[674]

Nesse contexto, o correto é que seja o administrator demandado de forma exclusiva. Contudo, admite-se que a companhia seja demandada (em conjunto com o administrador faltoso ou mesmo isoladamente) na medida em que tenha se beneficiado do ato do administrador ou o tenha ratificado.[675]

Ocorre que, mesmo nos casos em que o administrador possa ser diretamente responsabilizado por aqueles que tenham sido prejudicados pelo ato por ele praticado, a companhia pode vir a ser "eleita" para figurar no polo passivo da demanda (com base proteção do terceiro de boa-fé), possivelmente por possuir capacidade financeira superior à do administrador.

---

[673] GUERREIRO, José Alexandre Tavares, op. cit., p. 73.
[674] SACRAMONE, Marcelo Barbosa, op. cit., p. 215.
[675] Nesse sentido, Sérgio Campinho anotou: "Nutro a convicção de que nos atos ilegais não se tem como vincular a responsabilidade da companhia, porquanto, nesses casos, os administradores não estariam atuando como órgão social. Essa é a regra geral a servir de guia. A responsabilização da companhia pelos danos poderia, excepcionalmente, advir reflexamente ou por comportamento superveniente. Na primeira situação, seria responsabilizada se para ela resultasse proveito do ato, pois a ninguém é lícito enriquecer injustamente. Contudo, a sua responsabilidade se limitaria a restituir, apenas, o proveito experimentado. Na segunda, seria responsabilizada se ratificasse o ato ilegal. Entretanto, a situação, que decorre de uma ação afirmativa ulterior da companhia, não traduz uma responsabilização direta pelo ato do administrador, mas sim por uma conduta ilícita da própria companhia ao encampá-lo" (CAMPINHO, Sérgio. Art. 158. 6. A responsabilidade da companhia por ato ilícito do administrador. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 878-879).

Nessa hipótese, partindo-se da premissa de que o dano foi causado ao terceiro pelo administrador (em infração à lei ou ao estatuto) ou pela companhia (presentada pelo administrador, agindo com dolo ou culpa), é razoável supor que, devidamente comprovada a conduta ilegal e o nexo de causalidade entre a conduta e o dano, o julgador há de condenar a companhia a indenizar o terceiro prejudicado.

Assim, ainda que o administrador seja, ao fim e ao cabo, o responsável pelo dano causado ao terceiro, é provável que o desembolso imediato para fins de satisfação desse terceiro tende a ser da companhia.

Por isso, no seio interno da companhia, à luz de eventual repercussão patrimonial negativa decorrente de demanda de terceiro, a conduta do administrador deve ser analisada a fim de se apurar se o dano ao terceiro foi causado no curso ordinário dos negócios da companhia, sem culpa ou dolo, e se ocorreu eventual violação à lei ou ao estatuto social.

A culpa em questão coincide com a culpa prevista no artigo 186 do Código Civil, consistente na caracterização de ato ilícito quando determinada ação, omissão voluntária, negligência ou imperícia violar direito e causar dano a outrem.[676] Para que seja devidamente configurada a culpa, a análise dos fatos deve ser realizada à luz do padrão de conduta esperado do administrador em razão do dever de diligência imposto pelo artigo 153 da Lei n° 6.404/1976.[677]

Para que se enquadre em hipótese de responsabilidade com base no inciso I do artigo 158, devem estar presentes o nexo de causalidade entre o ato (ou omissão) do administrador e o dano causado, bem como inequívoca culpa ou dolo.

Na hipótese de violação à lei ou estatuto, há presunção de culpa do administrador (em razão da violação do dever de legalidade), bastando a configuração do nexo de causalidade para ensejar sua responsabilização.[678]

---

[676] Ana Carolina Weber entende que o exame do dolo ou culpa do administrador deve ser feita com base na orientação geral do direito civil, mas "sopesada com as particularidades do direito societário". A respeito das condutas culposas, a autora esclarece que a concepção clássica do conceito de culpa indicava três condutas tipicamente culposas: "a negligente consistiria na omissão de comportamento apto a evitar a produção do dano; a imprudente, representando comportamentos comissivos apressados, irrefletidos e afoitos ensejadores do dano; e a imperita, que seria caracterizada como a falta de habilidade no desempenho de atividade técnica". Adverte, contudo, que o conceito de culpa sofreu evolução, devendo ser verificada por meio de exercício de comparação entre "a conduta praticada pelo agente com o padrão de comportamento esperado em situações específicas" (WEBER, Ana Carolina. **Responsabilidade societária**. Danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 60-62).

[677] Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 213.

[678] GUERREIRO, José Alexandre Tavares, op. cit., p. 77. Marcelo von Adamek registra que, nessa hipótese, haveria inversão do ônus probatório, embora soe estranho que se admita possível justificativa para violação à lei ou ao estatuto, o autor colaciona exemplos doutrinários que vislumbram situações excepcionais em que a única

É importante deixar claro que, não ocorrendo qualquer das hipóteses ensejadoras da responsabilidade do administrador, expressamente previstas no artigo 158 da Lei n° 6.404/1976, não há que se falar em sua responsabilização por eventuais prejuízos causados à sociedade ou a terceiros. A lógica é a de que o risco é inerente à atividade empresarial e, portanto, se o administrador não agiu com dolo ou culpa e não infringiu a lei ou o estatuto social, eventual prejuízo sofrido pela sociedade seja diretamente, seja como reflexo de prejuízo causado a terceiro que a demandou, deve ser absorvido exclusivamente pela companhia.

Para fins de efetivação da responsabilidade do administrador, o sistema estabelecido na Lei das S.A. impõe que os danos causados à companhia somente podem ser por ela própria demandados em face do administrador (artigo 159, *caput*),[679] permitindo-se, por outro lado, que acionistas e terceiros prejudicados demandem diretamente o administrador apenas as hipóteses em que a sua atuação lhes causar dano direto (artigo 159, § 7°).

A distinção sobre o que pode ser considerado dano indireto (e, portanto, sujeito a pleito de indenização individual por acionista ou terceiro) ou indireto a acionista (que somente pode ser demandado pela própria companhia) é objeto de amplo debate, sobretudo em razão de recentes iniciativas de grupos de acionistas pleiteando danos diretos em razão de prejuízos decorrentes de desvalorização das ações por eles detidas relacionadas a informações falsas ou imprecisas divulgadas por companhia aberta.[680]

A esse respeito, Ana Carolina Weber, teceu a seguinte proposta de distinção entre o dano direto e o indireto sofrido por acionista de companhia:

> De fato, quando o administrador pratica um ato, com culpa ou dolo, em infração à lei ou ao estatuto, que impacta negativamente o patrimônio social, a ação [...] também sofre alterações. Vale dizer, considerando que a ação é um bem que integra o ativo do patrimônio individual do acionista e que o seu valor é influenciado por

---

alternativa viável de atuação em benefício da companhia em determinado impasse ensejaria tal violação (ADAMEK, Marcelo Vieira von, op. cit., p. 216).

[679] Os parágrafos 3° e 4° do artigo 159 da Lei n° 6.404/1976 estabelecem legitimidade extraordinária para a propositura de ação de responsabilidade em face de administrador, em caso de a companhia não tomar a iniciativa de ajuizar a demanda. Em ambos os casos, o resultado da ação aproveitará à companhia e não ao acionista (ou grupo de acionistas) que a promover.

[680] A esse respeito, vale mencionar: (i) os procedimentos arbitrais CAM n° 213/22, 224/22 e 227/22 instaurados por acionistas em face do IRB-Brasil Resseguros S.A., conforme "comunicações sobre demanda societária" divulgadas ao mercado pela companhia em 9 jun. 2022, 13 set. 2022 e 10 out. 2022, respectivamente (IRB BRASIL RE. **Fatos relevantes, comunicados ao mercado, avisos aos acionistas e comunicação sobre demandas societárias**. 2022. Disponível em: https://ri.irbre.com/informacoes-financeiras/fatos-relevantes-comunicados-ao-mercado-e-avisos-aos-acionistas-comunicacao-sobre-demandas-societarias/. Acesso em: 15 nov. 2022); e (ii) o procedimento arbitral instaurado por acionistas minoritários em face da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, objeto de comunicado ao mercado de 4 out. 2017 (PETROBRAS. **Comunicados ao mercado**. 2017. Disponível em: https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/comunicados-ao-mercado/. Acesso em: 15 nov. 2022).

> mutações patrimoniais da companhia, o dano que se imponha ao patrimônio da companhia repercute na esfera patrimonial dos acionistas.
> Nesse cenário, as perdas sofridas pelos acionistas passam a ser designada como danos indiretos, uma vez que (i) os atingem como parte do grupo e na medida de sua participação acionária; (ii) são suportados pela mesma classe de acionistas de forma idêntica; (iii) representam "imitação" dos danos sofridos pela companhia [...]; (iv) são intermediados ou interferidos pela presença da sociedade; e (v) consistem em mutações dos direitos patrimoniais dos acionistas que decorrem da ação [...].
> Já os danos diretos suportados pelos acionistas em decorrência da conduta dos administradores, (i) podem ser definidos como aqueles que atingem acionista de forma singular; (ii) são marcados pela pessoalidade, não constituindo dano sofrido de forma indistinta pela generalidade de acionistas; e (iii) continuam a existir na hipótese de ser realizado um exercício mental quanto à cadeia causal, com base no qual se exclua a companhia da sequência de atos e fatos e que se verifique, mesmo assim, a manutenção do dano.[681]

Reconhece-se, no entanto, que a matéria não é pacífica, existindo opiniões muito bem fundamentadas no sentido de que impacto no patrimônio pessoal de acionistas (tal como a queda no valor de suas ações) decorrentes de ato ilícito praticado por administrador se enquadraria na hipótese de dano direto, como sustentam Fábio Ulhoa Coelho, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Modesto Carvalhosa, Arnoldo Wald[682] e Ricardo Mafra,[683] dentre outros.

O ajuizamento da ação de responsabilidade pela companhia, pressupõe prévia deliberação da assembleia geral autorizando tal medida. Uma vez deliberada a propositura da ação pela assembleia geral, caso a companhia não realize seu ajuizamento no prazo de três meses contados da deliberação, qualquer acionista poderá promovê-la (em benefício da companhia). Em sentido semelhante, caso a assembleia delibere não promover a ação, acionistas que representem pelo menos 5% do capital social[684] poderão fazê-lo, igualmente, em benefício da sociedade.

A lógica por trás desse sistema é a seguinte: se a companhia sofreu dano em razão da atuação do administrador (e, consequentemente, o dano do acionista foi indireto), cabe à

---

[681] WEBER, Ana Carolina, op. cit., p. 235-236. Em sentido semelhante, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von, op. cit., p. 394-395.

[682] As opiniões dos referidos autores encontram-se consignadas na seguinte obra: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

[683] SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar**: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado. 1. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

[684] No caso de companhias abertas, por meio da Resolução CVM n° 70/2022, utilizando a delegação de competência conferida pelo artigo 291 da Lei n° 6.404/1976, a CVM fixou escala para reduzir, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária para ajuizamento de ação de responsabilidade derivada em face de administrador por acionista (ou grupo de acionistas), da seguinte forma: (i) para capital social de até R$ 100 milhões, o percentual mínimo é de 5%; (ii) para capital social de entre a faixa anterior e R$ 1 bilhão, o percentual mínimo é de 4%; (iii) para capital social de entre a faixa anterior e R$ 5 bilhões, o percentual mínimo é de 3%; (iv) para capital social de entre a faixa anterior e R$ 10 bilhões, o percentual mínimo é de 2%; e (v) para capital social superior a R$ 10 bilhões, o percentual mínimo é de 1%.

própria companhia se ressarcir, de modo que os danos indiretos sofridos pelos acionistas sejam indiretamente indenizados. Ou seja, mediante a adequada indenização à companhia, companhia e acionistas retornam ao *status quo ante*.

Esse formato, inclusive, é o que viabiliza o preenchimento dos cargos da administração, pois em cenário no qual cada acionista pudesse demandar diretamente o administrador por dano indireto, haveria grande dificuldade para preenchimento dos cargos de administração e elevada insegurança por partes dos administradores, o que acabaria por tornar a gestão de companhia extremamente avessa à assunção de riscos que, como sabido, são inerentes à atividade empresária.[685]

Por outro lado, não poderia a lei deixar de permitir que aquele que tenha sofrido dano direto em decorrência do ato faltoso de administrador pleiteie a correspondente indenização diretamente. Nesse caso, conforme anotou Marcelo Adamek:

> Ao contrário da ação social, a ação individual: (i) tem por objeto a reparação de dano individual diretamente experimentado pelo prejudicado, e não se presta, assim, a reparar o dano suportado pela companhia; (ii) para a sua propositura, a lei não exige (nem os estatutos podem exigi-lo) deliberação ou autorização da assembleia geral; (iii) não se requer participação acionária mínima nem a obediência a prazo de precedência, pois não estão em análise interesses da sociedade, mas sim pretensões individuais do acionista ou de terceiro qualquer; (iv) a aprovação das demonstrações financeiras e das contas da administração, e a ratificação dos atos de gestão pela assembleia de acionistas, não impedem a propositura da ação individual.[686]

Cabe mencionar que a responsabilidade do administrador é individual. Nesse sentido, somente pode ser responsabilizado em relação a ato ilícito de outro administrador, aquele que foi conivente, negligenciou em descobri-los ou deixou de agir para impedir o ilícito, tendo tido dele conhecimento (artigo 158, § 1°). Nota-se, portanto, que não se trata de solidariedade em relação ao dano, mas, de fato, atos culposos ou dolosos relacionados ao dano causado por outro diretor.

Por outro lado, o artigo 158, § 3°, da Lei das S.A. estabelece regime de solidariamente entre os administradores em relação a prejuízos causados em virtude do descumprimento de deveres legais necessários para assegurar o regular funcionamento da companhia. Tal regra é

---

[685] Sobre esse aspecto, Ana Carolina Weber anotou que "[...] o reconhecimento do direito individual dos acionistas em reclamar danos indiretos poderia também criar uma "confusão" processual, especialmente nas companhias abertas de capital disperso. Nesse caso, poderia haver diversos processos paralelos, em que o administrador seria obrigado a se defender contra um número indeterminado de acionistas, que poderiam se utilizar de distintas teses jurídicas e levar até a pronunciamentos judiciais contraditórios" (WEBER, Ana Carolina, op. cit., p. 239).

[686] ADAMEK, Marcelo Vieira von, op. cit., p. 391.

excepcionada em relação à companhia aberta cujo estatuto contemple atribuição específica a determinado administrador para dar cumprimento ao dever que foi violado (artigo 158, § 3°).

No mesmo sentido, torna-se solidariamente responsável pelo dano o administrador que, tendo descoberto violação de tais deveres pelo seu predecessor (ou pelo administrador competente, no caso de companhia aberta cujo estatuto atribua o dever violado a um administrador específico), deixe de comunicar tal fato à assembleia geral (artigo 158, § 4°).

Responderá solidariamente com o administrador faltoso, ainda, aquele que concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto com o objetivo de receber qualquer vantagem, seja para si, seja para outra pessoa (artigo 158, § 5°).

No que diz respeito à potencial responsabilidade decorrente de decisão tomada pelo administrador, o artigo 159 da Lei n° 6.404/1976 dispõe que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Trata-se da positivação, no direito brasileiro, da regra da decisão negocial (ou *business judgment rule*), segundo a qual, conforme será aprofundado na Seção 5.3.1, não cabe ao julgador (em eventual apuração de responsabilidade) analisar o mérito da decisão tomada pelo administrador, mas sim o contexto em que ela foi tomada, de modo a se apurar se houve violação ao dever de diligência.

Revisitadas as linhas gerais do sistema de responsabilidade do administrador de companhia estabelecido pela Lei n° 6.404/1976, cabe tratar dos possíveis impactos de eventual ressignificação do interesse social para acoplar interesses de *stakeholders* na responsabilidade dos administradores.

De plano, cumpre destacar que o regime de responsabilidade em si não sofre qualquer modificação. O que ocorre é uma ampliação dos eventos que podem vir a ensejar responsabilidade de administrador, em linha com o alargamento do interesse social e do aumento dos "beneficiários" dos deveres atribuíveis aos administradores.

Entende-se que, assim como mecanismo de alinhamento entre acionistas e administradores, com vistas a assegurar a eficiência da gestão, a responsabilidade do administrador também passa a funcionar, naquelas companhias com interesse social ressignificado, como mecanismo de alinhamento entre a própria companhia e os *stakeholders* contemplados no interesse social. Em outras palavras, a responsabilidade do administrador pode ser entendida também como meio de fomento à efetivação da tutela de interesse de *stakeholders*, em linha com o interesse social.

Por tal razão, passa a existir fundada preocupação na atuação do administrador, que deverá atentar para os interesses dos diversos grupos de *stakeholders* que informam o interesse social, sempre com o objetivo de atendê-los adequadamente e evitar que a atuação da companhia lhe cause danos, sobretudo em razão de descumprimento de compromissos assumidos publicamente pela companhia.

Nesse sentido, vislumbra-se a utilização de novas balizas para a análise de decisão negocial à luz da *business judgment rule*, a possibilidade de responsabilidade dos administradores por prejuízos relacionados a negligência em relação a riscos ESG; em razão do descumprimento de compromissos ESG assumidos publicamente; e decorrente do descumprimento de metas ESG vinculadas a valores mobiliários emitidos pela companhia, temas que serão abordados nas seções seguintes.

5.3.1 Novas balizas para a aplicação do *business judgment rule*

Conforme já abordado, o exame casuístico da conduta do administrador geralmente é tarefa complexa, sendo a análise da culpa ou dolo em relação a determinado ato (que tenha gerado prejuízo à companhia) um dos principais problemas envolvendo o sistema de responsabilidade do administrador.

Desse problema é possível extrair no mínimo duas dimensões. A primeira delas se refere à possível ausência de conhecimento técnico – aqui empregado no sentido de conhecimento empresarial – adequado, pelo julgador responsável por analisar a conduta de determinado administrador.

A segunda dimensão envolve a relativa zona de insegurança vivenciada por administradores, cujo temor por eventual responsabilização em razão de decisão tomada no exercício regular de suas funções pode ter como efeito o desempenho de uma atuação considerada extremamente conservadora e avessa ao risco. Nesse cenário, o administrador pode acabar deixando de aproveitar oportunidades empresariais relevantes.

A doutrina da *business judgment rule* ou “regra da decisão empresarial (ou negocial)” destacou-se nesse contexto de necessidade de mitigar tal problema e neutralizar os efeitos dele decorrentes. Trata-se, em síntese, da presunção de atuação de atuação de boa-fé e no melhor interesse da companhia nas situações em que o administrador toma determinada decisão negocial pautando-se em critérios razoáveis, a partir de conhecimento técnico sobre a matéria objeto da decisão e com base em informações adequadas. Diante disso, tendo o administrador

atuando de acordo com a lei e o estatuto social, afasta-se eventual pretensão de responsabilização por ato praticado cujo resultado tenha sido prejudicial à companhia.[687]

Dada a relevância do tema, cumpre tecer breves comentários sobre o desenvolvimento da doutrina da *business judgment rule*. Importa lembrar que a aferição de responsabilidade por atos praticados pelo administrador no âmbito de ações judiciais tangencia uma questão relevante: juízes não possuem conhecimento técnico aprofundado para empreender a análise do mérito dos atos de gestão empresarial. Por conseguinte, a análise judicial deve restringir-se à legalidade do processo de tomada de decisão e não à substância da decisão que eventualmente resultou em prejuízo.

De acordo com Pedro Henrique Brigagão, o julgamento do caso *Charitable Corporation v. Sutton*, ocorrido na Inglaterra em 1742, é a primeira referência encontrada na literatura à relutância de um tribunal em examinar o mérito de uma decisão empresarial. O caso em concreto envolvia a análise dos deveres de diligência e lealdade de conselheiros de companhia e a controvérsia residia na alegação de que tais conselheiros deveriam ser responsabilizados pela supervisão inadequada das atividades de um depositário encarregado da concessão de empréstimos a pessoas de baixa renda.[688]

Em que pese as raízes inglesas da *business judgment rule*, é possível argumentar que ela tornou-se um princípio da jurisprudência estadunidense ainda no século XIX, encontrando nas cortes dos Estados Unidos da América um fértil terreno ao seu desenvolvimento. Citam-se como casos paradigmáticos *Percy v. Millaudon*,[689] decidido pela Suprema Corte da Louisiana em 1829; *Godbold v. Branch Bank*,[690] julgado em 1847 pela Suprema Corte do Alabama; bem como as decisões proferidas entre 1850 e 1853 pela Suprema Corte de *Rhode Island* no âmbito do julgamento do caso *Hodges v. New England Screw Co.*,[691] por exemplo.

Relevante síntese sobre esses paradigmas foi desenvolvida por Alexandre Couto Silva.[692] Observa o autor que, em *Percy v. Millaudon*, restou decidido que o simples prejuízo sofrido pela companhia não ensejaria a responsabilidade do administrador. Para que este fosse

---

[687] Sobre o tema "*business judgment rule*", recomenda-se a leitura de: PARENTE, Flavia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005; COUTO SILVA, Alexandre. **Responsabilidade dos administradores de S/A**. *Business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007; e BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgment rule***. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

[688] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 108.

[689] *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829). Disponível em: https://cite.case.law/mart-ns/8/68/. Acesso em: 15 nov. 2022.

[690] *Godbold v. Branch Bank*, 11 Ala. 191 (1847). Disponível em: https://cite.case.law/ala/11/191/. Acesso em: 15 nov. 2022.

[691] *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 R.I. 312 (1850). Disponível em: https://case-law.vlex.com/vid/1-r-i-312-625876826. Acesso em: 15 nov. 2022.

[692] COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 141.

responsabilizado, seria necessária a prova de que o ato por ele praticado era inadmissível tomando-se por parâmetro o bom senso do homem comum.

O mesmo entendimento foi aplicado em *Godbold v. Branch Bank*, empreendendo-se o seguinte raciocínio: caso os administradores fossem responsabilizados por todos os atos praticados e as decisões que posteriormente se mostrem equivocadas do ponto de vista da gestão negocial, mesmo que a conduta esteja devidamente informada e em consonância com a legalidade, nenhum sujeito prudente aceitaria assumir o cargo de administrador.

Em *Hodges v. New England Screw Co*. chegou-se ao entendimento de que caso o administrador tenha atuado de boa-fé, levando em consideração os interesses da sociedade e guiando-se pelos padrões de conduta de diligência e cuidado, não haveria que se falar em responsabilizá-lo por efeitos de eventual erro na tomada de decisão.

Vários outros casos foram julgados por diversas outras Cortes dos Estados Unidos da América a partir de então, contribuindo-se para o desenvolvimento da regra da decisão empresarial. Não obstante, é preciso ressaltar a importância da contribuição do estado de *Delaware* para a definição mais robusta dos contornos da *business judgment rule*.[693]

O estado de Delaware alterou sua Constituição em 1897 a fim de flexibilizar o regime de constituição de companhias, tendo sido promulgado o *General Corporation Statute* em 1899. Naturalmente, tal movimento legislativo provocou efeitos no exercício da atividade jurisdicional, fazendo com que a *Court of Chancery* de *Delaware* se pronunciasse sobre diversas questões em matéria de direito societário. As disputas eram apresentadas perante o *Chancellor* (e não perante um júri), a quem caberia resolvê-las. O corpo de jurisprudência começou a se desenvolver à medida que os *Chancellors* precisavam explicar os raciocínios basilares de suas decisões.[694]

Assim, os contornos do conceito de *business judgment rule* começaram a ser traçados em 1924, no âmbito do julgamento do caso *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Co* pela

---

[693] Conforme aduz Pedro Henrique Brigagão, o protagonismo de *Delaware* é decorrente da experiência histórica do estado em matéria de questões societárias. De toda sorte, também contribuíram para o florescimento da *business judgment rule* a Suprema Corte da Pensilvânia, ao julgar as apelações *Sterling's Appeal* e *Watt's Appeal* em 1872 e 1875, respectivamente; a Suprema Corte da Louisiana, em *Watkins v. North American Land & Timber Co.*, em 1902; a Corte de Apelações de Nova York em *Pollitz v. Wabash R. R. Co.*, em 1912; e a Suprema Corte de Michigan, no julgamento do célebre caso *Dodge v. Ford Motor Co.*, de 1919, já referenciado na primeira Seção desta tese, "no qual os planos de Henry Ford de expandir a produção de sua companhia em vez de distribuir dividendos foram postos em xeque. Sob a razão de que 'judges are not business experts', a mais alta corte de Michigan invocou a business judgment rule e deixou de interferir no planejamento de Ford" (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 111).

[694] HOLLAND, Randy J. Delaware directors' fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, Filadélfia, v. 11, n. 3, p. 675-701, 2009. p. 680.

Court of Chancery.[695] Naquele julgado restou delimitada a presunção de atuação dos administradores conforme a boa-fé e os interesses da companhia. Em 1926, a mesma corte decidiu que os diretores das companhias de Delaware possuíam deveres fiduciários perante os acionistas, no julgamento de *Bodell v. General Gas & Electric Corp*.,[696] em decisão mantida pela Suprema Corte do estado.[697]

De acordo com Randy J. Holland, construído a partir das premissas de *Bodell v. General Gas & Electric Corp*., o julgamento de *Cole v. National Cash Credit Ass'n*, em 1931, é o caso em que a *Court of Chancery* articulou como referência os requisitos essenciais à aplicação da *business judgment rule* – boa-fé e propósito "*bona fide*" – em Delaware.[698]

A controvérsia envolvia o questionamento de credor acerca da fusão de duas companhias. Foi decidido que a regra da decisão empresarial privilegia a boa-fé e a intenção sincera na tomada de decisão pelos administradores de companhias, além do reconhecimento de que aos tribunais não é reservada a prerrogativa de revisão das decisões por eles tomadas discricionariamente.[699]

Desde então a jurisprudência estadunidense tem se aprofundamento nas discussões envolvendo *business judgment rule*, o que resulta em seu desenvolvimento conceitual.[700] Atualmente, a regra majoritariamente aplicada nos Estados Unidos, que foi parcialmente incorporada no Brasil em precedentes da Comissão de Valores Mobiliários, protege os administradores nas hipóteses em que a conduta questionada é tomada em âmbito de decisão negocial e se dá segundo parâmetros de interesse da companhia, informação e boa-fé.[701]

Nesse contexto, é interessante tecer breve comentário acerca das duas formulações sobre *business judgment rule* desenvolvidas em âmbito doutrinário e jurisprudencial nos Estados Unidos da América, bem como seus pressupostos, antes de analisar a questão no contexto brasileiro.

A primeira formulação é a atualmente majoritária e compreende a regra da decisão empresarial como parâmetro de revisão (*standard of review*) ou parâmetro de responsabilidade (*standard of liability*). Consiste, portanto, na aplicação de um teste, pelos

---

[695] *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 14 Del. Ch. 193, 126 Adt. 46 (1924). Disponível em: https://casetext.com/case/robinson-v-pittsburgh-oil-ref. Acesso em: 15 nov. 2022.
[696] *Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp.*, 132 A. 442 (Del. Ch. 1926), aff'd, 140 A.2d 264 (Del. 1927). Disponível em: https://case-law.vlex.com/vid/bodell-v-gen-gas-888591184. Acesso em: 15 nov. 2022.
[697] HOLLAND, Randy J, op. cit., p. 680.
[698] Ibidem, p. 681.
[699] FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da, op. cit., p. 640.
[700] Pedro Henrique Brigagão cita a relevância de determinados casos para essa construção, a saber: *Sinclair v. Oil Corp. v. Levien* (1971), *Aronson v. Lewis* (1984) e *Smith v. Van Gorkom* (1985) (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 113).
[701] FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da, op. cit., p. 640.

julgadores, para aferir se o administrador réu deve ser considerado culpado ou não por prejuízo decorrente de ato de gestão por ele praticado.

Existe consenso de que, nesse caso, a regra não protege administradores cujas decisões sejam tomadas de maneira excessivamente negligente. Não obstante, inexiste consenso quanto aos demais aspectos do processo decisório, notadamente a boa-fé e a racionalidade, conforme a síntese de Pedro Henrique Brigagão, que destaca a posição defendida por Melvin Eisenberg,[702] adepto desta proposição:

> Isso porque, de um lado, tem-se a opinião de que se deve focar na existência ou não de boa índole no comportamento dos administradores, não sendo pacífico, contudo, se a boa-fé a que se referem é objetiva ou subjetiva [...]. De outro lado, em que se encontram Eisenberg e a maioria daqueles que entendem ser a *business judgment rule* um *standard of review*, o padrão deve ser pautado pela racionalidade da decisão. Argumenta-se que é muito mais fácil e objetivo verificar se uma decisão foi racional do que se foi prudente, razoável ou tomada de boa-fé. Além disso, diferentemente do padrão da boa-fé subjetiva, o padrão da racionalidade preservaria um mínimo e necessário grau de responsabilidade dos administradores e permite aos tribunais prevenir diretores e conselheiros de praticar atos que poderiam desperdiçar ativos das companhias.[703]

A segunda formulação da *business judgment rule*, por seu turno, decorre das críticas empreendidas por Stephen Bainbridge à primeira.[704] O autor não desconsidera a existência de certos aspectos de *standard of review*, mas argumenta que conferir a natureza de padrão de revisão à *business judgment rule* tornaria a intervenção judicial uma regra e não uma exceção. Por conseguinte, os juízes inverteriam a sequência lógica da análise a ser feita: antes de se absterem de avaliar a decisão tomada, examinariam a existência de violações aos deveres fiduciários.

Daí sua formulação propor a caracterização da *business judgment rule* como *abstention doctrine*, posto que a satisfação dos elementos da regra impossibilitaria uma revisão judicial acerca do mérito da decisão tomada pelo administrador:

> *In this conception, the rule's presumption of good faith does not state a standard of liability but rather establishes a presumption against judicial review of duty of care claims. The court therefore abstains from reviewing the substantive merits of the directors' conduct unless the plaintiff can rebut the business judgment rule's presumption of good faith.*[705]

---

[702] EISENBERG, Melvin Aron. The divergence of standards of conduct and standards of review in Corporate Law. **Fordham Law Review**, Nova York, v. 62, n. 3, p. 437-468, 1993.
[703] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 113-114.
[704] BAINBRIDGE, Stephen Mark. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, Nashville, v. 57, n. 1, p. 83-130, 2019.
[705] Ibidem, p. 90.

Com efeito, os adeptos dessa proposição argumentam que a regra da decisão empresarial se presta também a afastar a intervenção judicial em todo e qualquer caso em que não seja possível identificar fraude ou conflito de interesses. Assim, estaria fora da análise judicial eventual violação de dever de diligência em decisão negocial, porque sua exigência estaria restrita ao processo decisório e não à decisão negocial em si.[706]

A *abstention doctrine* também enfrentou críticas. Em síntese, alega-se que: (i) a doutrina não seria plenamente compatível com a aplicação da *business judgment rule*; (ii) ausência de efeitos práticos muito diferentes daqueles decorrentes da proposição como *standard of review*, pois em ambas os tribunais só devem rever a conduta após comprovação de violação de um dos elementos da regra, além de preconizarem a devida diligência no âmbito do processo decisório.[707]

Cabe analisar as principais características da regra nos termos da concepção majoritária adotada pela jurisprudência estadunidense e pela doutrina, com a ressalva de que não se pretende aqui esgotar este tema.

Segundo tal concepção, em síntese, a *business judgment rule* consiste em presunção de que os administradores, quando exercem suas funções, atuam pautados pela boa-fé, por informações adequadas e no melhor interesse da companhia. Desse modo, salvo no caso de prova em contrário, cujo ônus recai sobre quem contesta a decisão negocial, o juiz deverá sempre respeitar a decisão negocial tomada pelo administrador.

Significa dizer que se não for verificada má-fé, violação ao dever de diligência ou inobservância do interesse social, não cabe ao magistrado invalidar a decisão negocial e nem analisar seu mérito. Portanto, não há responsabilidade do administrador caso não se configure qualquer dessas hipóteses.

Com efeito, os elementos da *business judgment rule* são: (i) existência de decisão negocial; (ii) desinteresse e independência do administrador; (iii) diligência; e (v) boa-fé. Verificados todos esses elementos no âmbito do processo decisório, a presunção é mantida e não recairá qualquer responsabilidade sobre o administrador pelos efeitos de sua decisão negocial.[708]

---

[706] Ibidem, p. 95.

[707] Pedro Henrique Brigagão cita a relevância de determinados casos para essa construção, a saber: *Sinclair v. Oil Corp. v. Levien* (1971), *Aronson v. Lewis* (1984) e *Smith v. Van Gorkom* (1985) (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., 118).

[708] Observa-se que algumas cortes dos Estados Unidos incluem ainda um quinto elemento para a *business judgment rule*, qual seja, o da inexistência de abuso de discricionaridade. Toma-se como exemplo entendimento esposado pela Corte de Apelações dos Estados Unidos (*Third Circuit*) em *Cramer v. General Tel. & Electronics Corp*., 582 F.2d 259 (1978). Conforme resume Alexandre Couto e Silva, administradores podem tomar decisões "insensatas ou irrazoáveis, fora dos limites dos poderes discricionários, e, nesse caso, o Judiciário poderá

A existência de decisão negocial pressupõe que a aplicação da *business judgment rule* está condicionada à ocorrência de ação do administrador, seja ela a tomada de decisão para agir em determinado sentido, seja para não agir diante de determinada circunstância. Esta última, portanto, não se confunde com uma omissão.[709]

A decisão desinteressada e independente é aquela tomada por administrador que não recebe qualquer benefício particular ou financeiro como resultado dela e que se baseia nos méritos da companhia, sem levar em consideração eventuais influências do Conselho de Administração ou de acionista controlador, por exemplo. Nesse sentido, Pedro Henrique Brigagão ilustra que:

> [...] o administrador perderá sua independência se for dominado ou fortemente influenciado por alguém que se beneficiará com a sua atuação, restando o seu poder de decisão enfraquecido a tal ponto que ele não mais se encontra isento para atuar nas respectivas matérias. Para ser considerado interessado, ao seu turno, o administrador deve auferir benefícios financeiros com o resultado de sua decisão.[710]

Sobre esse particular, Alexandre Couto e Silva adverte que a desqualificação da decisão tomada pelo administrador pressupõe um interesse de natureza substancial e não meramente incidental.[711]

A proteção da *business judgment rule* pressupõe, quanto ao elemento da diligência, que o administrador tome suas decisões negociais de maneira informada. Observa-se que a extensão desse parâmetro informacional é o conhecimento sobre todos os fatos relevantes e razoavelmente acessíveis a serem considerados no contexto de determinada decisão.

Nesse sentido, a aferição do nível de diligência do administrador tem sido pautada pelas cortes a partir do conceito de negligência grave (*gross negligence*).[712] Em outras palavras, o administrador diligente é aquele que não incorre em negligência grave, cujo conceito foi tratado, por exemplo, no julgamento do caso *In Re Walt Dinsey Co. Derivative*

---

analisar a razoabilidade do negócio" (COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 208). Pedro Henrique Brigagão, por sua vez, chama atenção para a possibilidade de que a inclusão da inexistência de abuso de discricionaridade como elemento da *business judgment rule* termine por contrariar seus próprios princípios, na esteira da conclusão empreendida no julgamento do caso *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation* (698 A.2d 959 (1996)) pela Corte de Chancelaria de Delaware. Isso porque a determinação da irrazoabilidade ou insensatez de uma decisão negocial pelo Judiciário significaria, ao fim e ao cabo, uma análise sobre a própria decisão, isto é, sobre seu mérito (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 145).

[709] COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 195.

[710] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 136.

[711] COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 196.

[712] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 139.

Litigation: "*reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders' or actions which are 'without the bounds of reason*'".[713]

A boa-fé, enquanto último elemento da *business judgment rule*, preconiza que administradores que tomem decisões de má-fé não estarão protegidos. Decorre, assim, da presunção de que o administrador pauta sua conduta acreditando honestamente que sua decisão foi isenta de influência de terceiros e orientada ao melhor interesse da companhia.

Nesse contexto, argumenta Alexandre Couto e Silva:

> No campo dos deveres e responsabilidades dos administradores na tomada de decisão, o termo boa-fé está relacionado à conduta do administrador, que é elemento básico para obediência de seus deveres. Os atos, decisões ou julgamentos tomados de má-fé não são protegidos pela *business judgment rule*, sendo má-fé não simplesmente mau julgamento ou negligência, mas atuação para injusto em razão de conduta desonesta ou imoral, diferentemente do conceito de negligência, que está relacionada ao desejo de causar prejuízo. A má-fé ocorrerá na transação que infringe o genuíno objetivo para se sobrepor ao interesse da companhia ou violar disposição legal.[714]

Vistas as principais características relacionadas à *business judgment rule* no contexto estadunidense, passa-se a analisar sua aplicação no direito brasileiro.

No Brasil, o entendimento majoritário é o de que a *business judgment rule* foi recepcionada no ordenamento jurídico brasileiro pelo § 6º do artigo 159 da Lei das S.A., que dispõe: "[o] juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia".[715]

Em sentido diverso, Pedro Henrique Brigagão sustenta que tal dispositivo não é compatível com a *business judgment rule*,[716] porquanto não abrange todos os elementos da regra. O dispositivo em comento restringe a possibilidade de exclusão de responsabilidade do administrador para condutas de boa-fé e no interesse da companhia.

Conforme visto, a *business judgment rule* está alicerçada sobre quatro elementos: existência de uma decisão negocial; desinteresse e independência; diligência; e boa-fé. Para o autor, este último elemento parece ser o único claramente em comum entre a regra da decisão negocial e a previsão do § 6º do artigo 159 da Lei n° 6.404/1976. Não obstante, realiza um exercício sistemático-interpretativo para enquadrar a previsão de que o administrador deve

---

[713] *In Re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (2005). Disponível em: https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-in-re-walt-disney-co-derivative-litig. Acesso em: 15 nov. 2022.
[714] COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 206-207.
[715] COUTO SILVA, Alexandre, op. cit., p. 249.
[716] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 167-177, passim.

agir "no interesse da companhia", nos termos do artigo 154 da mesma lei, como compatível com os elementos "desinteresse e independência" da *business judgment rule*.[717]

Quanto aos outros dois elementos da regra, tal como desenvolvida no direito estadunidense – ocorrência de decisão negocial e diligência – Brigagão não vislumbra compatibilidade com o § 6º do artigo 159 da Lei n° 6.404/1976, porquanto: (i) a norma da Lei das S.A. não menciona expressamente a necessidade da prática de uma decisão negocial ensejadora da exclusão da responsabilidade do administrador; e (ii) o elemento "diligência" guarda relação com o dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei das S.A., mas esse dispositivo não comporta a concepção elaborada nos Estados Unidos sobre conduta informada e isenta de negligência grave, de modo que o § 6º do artigo 159 autorizaria a exclusão da "responsabilidade do administrador que, agindo de boa-fé e no interesse da companhia, tenha faltado com o dever de diligência".[718]-[719]

Ademais, aponta-se incompatibilidade entre o escopo dessa norma e o presente na *business judgment rule*, à medida em que tal regra protege o administrador ao encerrar uma presunção de que sua conduta se deu de maneira informada, de boa-fé e no interesse da companhia. O não preenchimento desses requisitos gera o afastamento dessa presunção, sem possibilidade de discricionaridade do magistrado a esse respeito. Consequentemente, só diante dessa situação ocorrerá a responsabilização do administrador.[720] Em suma:

> De uma forma ou de outra, não é só por causa da não previsão dos elementos ocorrência de decisão negocial e diligência que o dispositivo em tela não recepcionou a business judgment rule [...] ao dispor que o juiz poderá excluir a responsabilidade do administrador, § 6º do artigo 159 pressupõe uma responsabilidade já existente, pois que não se exclui algo que não existe. O administrador, então, já seria responsável por seu ato, mas, se tiver agido de boa-fé e no interesse da companhia, poderá ter sua responsabilidade excluída pelo juiz.[721]

A despeito da discussão acerca da recepção ou não da *business judgment rule* pelo ordenamento jurídico brasileiro por meio do § 6º do artigo 159 da LSA, Brigagão sustenta que

---

[717] Ibidem, p. 169.
[718] Ibidem, p. 172.
[719] Para Marcelo Barbosa, a "relação entre o dever de diligência e a *business judgment rule* é um dos problemas mais espinhosos do direito societário contemporâneo", de modo que a aderência do dever de diligência aos padrões de conduta estabelecidos deve ser verificada em relação ao aspecto procedimental da conduta dos administradores. Significa dizer, portanto, que o foco precisa ser direcionado para a forma de desempenho das atividades e não para o conteúdo final das decisões tomadas pelos administradores (BARBOSA, Marcelo, op. cit., p. 55).
[720] No mesmo sentido, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.
[721] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 174.

a regra possui compatibilidade com todo o sistema de deveres e responsabilidades previstos na LSA, já tratados nesta Seção, além de outras normas do direito pátrio.[722]

A esse respeito, cumpre observar a argumentação empreendida por Gustavo Machado Gonzalez e Bruno Tostes Corrêa, para quem a *business judgment rule* não abrange a hipótese de violação do chamado dever de legalidade, posto que a lei não confere aos administradores poder discricionário quanto à decisão sobre seu cumprimento.

Segundo os referidos autores, o dever de legalidade abrangeria duas dimensões: o dever do administrador (i) de não participar de ato que faça com que a sociedade viole o ordenamento jurídico e (ii) de fazer com que a sociedade não viole normas jurídicas.

No primeiro caso, não há que se falar em *business judgment rule* como padrão de revisão da conduta dos administradores, porque "questões relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei ou regulamento não se qualificam, em tese, como decisões negociais",[723] inexistindo para elas margem de discricionaridade. No segundo caso, de modo semelhante, o dever de fiscalização dos administradores não se consubstancia em decisão negocial, sendo, na verdade, obrigação de meio, só havendo espaço para reconhecer o descumprimento do dever de controle da legalidade na hipótese de ausência completa de estrutura interna de supervisão ou quando, embora existentes, estas não se mostrem aptas para cumprir a finalidade para a qual foram elaboradas (em razão de reiteradas falhas).[724]

Após essa breve revisitação doutrinária acerca da *business judgment rule* no contexto brasileiro, é interessante observar como a aplicação da regra tem sido empreendida do ponto de vista prático.

Os *standards da business judgment rule* foram expressamente utilizados como elementos de fundamentação decisória pela primeira vez no Brasil no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM 2005/1443, julgado em 10 de maio de 2006.[725]-[726]

A controvérsia central do caso envolvia a discussão sobre o dever de lealdade dos administradores e suposta atuação em desvio de poder. A despeito disso, a decisão da

---

[722] Ibidem, p. 178.
[723] GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes, op. cit., p. 61.
[724] Ibidem, p. 64.
[725] BRASIL. COMISSÃO DE VAORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443**. Relator: Pedro Marcílio de Souza. Data de julgamento: 10 mai. 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ2005 1443.pdf. Acesso em: 15 nov. 2022.
[726] Na esteira do aduzem, por exemplo, Julia Franco e Frederico da Gama, além de Pedro Henrique Brigagão, a CVM considerou e aplicou balizas relativas à *business judgment rule* em ocasiões anteriores (como no âmbito do PAS CVM nº RJ2005/7229; do PAS CVM nº RJ2004/5392; e do PAS CVM nº RJ2005/8542), porém, a utilização expressa como fundamentação da decisão do Colegiado da Autarquia se deu somente no caso em tela, PAS CVM nº RJ 2005/1443 (FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da, op. cit., p. 641; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 208).

Autarquia consagrou a compatibilidade entre a *business judgment rule* e o exame de cumprimento do dever de diligência.[727]

Conforme observa Marcelo Barbosa, naquele processo administrativo sancionador estabeleceu-se de forma cristalina a regra geral de que "a autoridade judicial ou administrativa, em sede de julgamento, não poderá se imiscuir na função da administração da companhia para questionar o mérito de suas decisões negociais".[728]

Assim manifestou-se o então Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa em seu voto:

> 31. Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgment rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão ex post pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises em memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (duty of loyalty).[729]

---

[727] O Processo Administrativo Sancionador CVM 2005/1443 refere-se ao já celebre "Caso Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina". Em síntese, foram realizadas operações societárias envolvendo redução de capital social para absorção de prejuízos e reforma estatutária para permitir o pagamento de dividendos de ações preferenciais à conta da reserva de capital em caso de insuficiência de lucro (apenas em relação a determinados exercícios), tudo isso para evitar que os titulares de ações preferenciais adquirissem direito de voto em razão da não distribuição de dividendos pela companhia, que atravessava situação financeira adversa (caso os preferencialistas adquirissem o direito de voto, o então controlador da companhia deixaria de sê-lo). Decidiu-se que, não obstante tais decisões terem sido corretas do ponto de vista formal, contrariavam o interesse social à medida que privilegiavam o interesse exclusivo do acionista controlador em detrimento dos acionistas preferenciais. Desse modo, foi reconhecida a atuação em abuso de poder de controle (em violação ao artigo 117, § 1°, c, da Lei n° 6.404/1976 do acionista controlador, que também era presidente do conselho de administração e, nessa posição, violou o artigo 154 da mesma lei, por ter atuado com desvio de poder.

[728] BARBOSA, Marcelo, op. cit., p. 54-55.

[729] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443**. Relator: Pedro Marcílio de Souza. Data de julgamento: 10 mai. 2006. p. 28-29. Disponível em:

A partir desse caso paradigmático, a CVM continuou aplicando a *business judgment rule* como mecanismo de avaliação da conduta de administradores de companhias nos termos do procedimento decisório e não do mérito da decisão em diversos processos administrativos.[730] Dentre eles, cabe destacar o chamado "Caso Sadia", materializado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08, julgado em 2010 e conhecido como um dos principais precedentes versando sobre a violação ao dever de diligência por administrador de companhia.[731]

Na ocasião, a CVM foi instada a analisar se a política financeira da companhia havia sido violada pelos administradores. Tal política exigia a limitação da tomada de riscos em operações envolvendo instrumentos financeiros (como *hedge* cambial atrelado à variação entre dólar e real) em até 20% do patrimônio líquido da sociedade. Não obstante, o investimento levado a cabo pela diretoria financeira ultrapassou esse limite e o valor das possíveis perdas a ele relativas atingiu cerca de 80% do ativo total da Sadia S.A.

Argumentou-se que o diretor financeiro não poderia ter tomado decisão discricionária arriscando tanto do patrimônio social e que sua conduta violaria o dever de diligência previsto no artigo 153 da LSA ao exercer seu cargo em desrespeito à política financeira da companhia.

A decisão proferida pela CVM no julgamento do caso em questão é bastante relevante pois rechaçou a aplicação da *business judgment rule*. A decisão foi fundamentada a partir da premissa de que se deveria analisar se a política financeira da companhia havia sido devidamente respeitada por seus administradores (de modo que o mérito da decisão do diretor financeiro não estava sob exame), como se depreende do seguinte trecho extraído do voto do Relator-Diretor Alexsandro Broedel Lopes:

> 18. Esclareça-se que não está se falando do julgamento negocial dos administradores acerca do nível adequado de risco e retorno que a companhia deve se expor. Essa é uma decisão gerencial que não deve ser questionada por esta autarquia.
> 19. Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado "business judgment rule", pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto. Porém, não se aplica ao presente caso, tendo em vista que: (i) não está em discussão a decisão da Sadia em realizar operações complexas, com derivativos; (ii) não estão em

---

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 15 nov. 2022.

[730] São exemplos que corroboram tal afirmação os seguintes processos administrativos sancionadores: PAS CVM RJ 2005/0097, julgado em 15 de março de 2007; e PAS CVM RJ 2005/8510, julgado em 04 de abril de 2007.

[731] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08**. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Data de julgamento: 14 dez. 2010.

> discussão, tampouco, os prejuízos gerados por essas operações. Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia.[732]

A atuação não diligente do diretor financeiro foi reconhecida, não se aplicando da regra da decisão negocial e tendo sido decidido, por maioria, pela condenação do administrador à pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício do cargo de administrador e companhia aberta.

Cabe examinar, também, a aplicação da *business judgment rule* pelo Judiciário brasileiro. É importante destacar, de plano, que ainda não existe jurisprudência sólida sobre o tema. Segundo Pedro Henrique Brigagão, o panorama brasileiro indica, "na verdade, algumas declarações esparsas que estão em linha com os princípios e características da regra norte-americana, mas que, na grande maioria dos casos, não serviu de base para a decisão judicial final".[733]

De toda forma, vale ilustrar essa questão a partir de três casos concretos. O primeiro deles é a manifestação do STJ na Medida Cautelar nº 10.102-RJ, em 2007.[734] Analisando questão de ordem, a Ministra Nancy Andrighi foi enfática ao concluir que o Poder Judiciário não tem como função a administração empresarial e sim a solução de conflitos.[735]

Consequentemente, a mera discordância acerca do mérito da gestão levada a cabo pelos administradores das companhias por parte de acionistas não deve encontrar no Poder Judiciário instrumento para implementação de vontades individuais, sob pena de causar impactos negativos à independência dos administradores. Ainda que não expressamente aplicada a regra da decisão negocial, entende-se que a decisão em tela guarda relação com a principiologia por ela encerrada.

---

[732] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08:** extrato da sessão de julgamento. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Data de julgamento: 14 dez. 2010. p. 42. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

[733] BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 242.

[734] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). Questão de Ordem na Medida Cautelar nº 10-102/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. **DJe** 29 out. 2007. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200500800745&dt_publicacao=29/10/2007. Acesso em: 16 nov. 2022.

[735] A conclusão da Ministra está presente no seguinte trecho, destacado da ementa: "A partir de uma simples cautelar, tem-se, hoje, a tentativa de ambas as partes em imputar ao Judiciário não o dever de solucionar conflitos, mas sim o de gerir, pormenorizadamente, a própria atividade econômica de empresa privada" (Ibidem, p. 7).

O segundo caso selecionado é o julgamento da Apelação Cível nº 543.194-4/9-00 pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em 2008, que dizia respeito a cobrança de valores de sinistro relacionado a "seguro D&O".[736]

A despeito de não ter sido essencial ao julgamento da controvérsia, verificou-se expressamente a menção à *business judgment rule*, porquanto o Relator, desembargador Vito Guglielmi, entendeu que o ordenamento jurídico nacional recepcionou a regra da decisão negocial por meio dos artigos 153 e 158 da LSA.

O terceiro exemplo é o julgamento do Recurso Especial nº 1.349.233-SP, de relatoria do Ministro Luís Felipe Salomão, em 2014. Nesse caso, que já foi objeto de análise na Seção 5.1 deste trabalho, foi examinada eventual responsabilidade do administrador sobre gastos supostamente fraudulentos, tendo sido decidido que o administrador incorreu em violação do dever de diligência e, portanto, deveria ser responsabilizado.[737]

Tal decisão está em consonância com os parâmetros da *business judgment rule*, porquanto a regra não protege os administradores que praticam atos fraudulentos no exercício de sua gestão. A situação objeto de controvérsia não era um mero ato de gestão equivocada que eventualmente gerou prejuízos à companhia, mas uma conduta fraudulenta por parte daquele que deveria atuar de maneira diligente.

Feitos os esclarecimentos pertinentes sobre a doutrina da *business judgment rule* e sua aplicabilidade no direito brasileiro, cabe analisar o impacto de eventual ressignificação do interesse social de uma companhia na aplicação de tal regra.

Cumpre destacar que, à luz do fenômeno ESG e das acepções relacionadas a controle de riscos ambientais, sociais e de governança e do aproveitamento de oportunidades relacionadas a tais riscos, é razoável que seja exigido do administrador a consideração de tais riscos e oportunidades no âmbito de decisão negocial, como exercício do dever de diligência, independentemente de o interesse social da companhia ter sido ressignificado ou não.

Ou seja, em razão da relevância alcançada pela temática ESG, no curso ordinário de sua atividade, o administrador de companhia deverá levar em consideração riscos e oportunidades ESG na análise relacionada a decisões negociais, sob pena de não preenchimento de todos requisitos necessários para a aplicação da *business judgment rule*,

---

[736] SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (6ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 543.194-4/9-00/SP. Relator: Des. Vito Guglielmi. **DJe** 11 dez. 2008. Disponível em: http://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=3396747&cdForo=0. Acesso em: 16 nov. 2022.

[737] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4ª Turma). Recurso Especial 1.349.233/SP. Relator: Des. Luis Felipe Salomão. **DJe** 5 fev. 2015. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201201139565&dt_publicacao=05/02/2015. Acesso em: 16 nov. 2022.

justamente em razão da ausência de preenchimento adequado do dever de diligência, mais especificamente, de a decisão não ter sido tomada com base em informações completas sobre os temas pertinentes ao seu objeto.

Erik Oioli sustenta que o interesse social está ligado à maximização do valor das ações da companhia no longo prazo, o que convergiria com o atendimento de interesses de *stakeholders*, conquanto essa ação tenha como propósito a geração de valor de longo prazo para a companhia. Nessa linha, referido autor, embora com base em outra justificativa, também sustenta a adoção de critérios relacionados ao tema ESG pela *business judgment rule*. Veja-se:

> Neste sentido, os administradores deveriam usar a *business judgment rule* para alocar valor para *stakeholders* se acreditarem que assim vão aumentar o valor de longo prazo da companhia. Agindo de tal forma, administradores deveriam considerar aspectos reputacionais, legais e regulatórios que poderiam afetar o sucesso do negócio e seu valor. Sob tal visão, é perfeitamente possível concilicar interesses de acionistas e de *stakeholders*.[738]

Para o caso das companhias que tiveram seu interesse social ressignificado para abarcar interesses de *stakeholders*, a necessidade de consideração de fatores ESG na tomada de decisão negocial atinge patamar ainda mais alto. Isso porque o atendimento dos interesses dos *stakeholders* que passaram a ser abarcados pelo interesse social torna-se necessário para que a atuação do administrador seja considerada "no interesse social" da companhia.

Desse modo, o processo de tomada de decisão negocial demandará fundamentalmente que o administrador diligencie se cercar de informação adequada e análise de cenários que considerem inequivocamente o interesse social de forma integral (isto é, incluindo os interesses dos *stakeholders* por ele abrangidos), além dos riscos e oportunidades ESG envolvendo a matéria sob decisão (como já deveria ocorrer no caso de companhia cujo interesse social não foi objeto de ressignificação).

Assim, entende-se que a ressignificação do interesse social impõe a adoção de novas balizas para a aplicação da *business judgment rule*, notadamente, relacionadas do dever de diligência, passando-se a exigir que o administrador demonstre que buscou se informar adequadamente (e se assessorar com especialista, se for o caso), considerando os fatores ESG em geral e, especificamente, os interesses dos *stakeholders* abarcados pelo interesse social, no processo de tomada de decisão negocial.

---

[738] OIOLI, Erik Frederico. A compatibilização entre persecução de práticas ESG e o interesse social. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, v. 13, p. 85-109, mai. 2020. p. 106.

Isso significa que, no processo de tomada de decisão negocial, deverá ser dada adequada ênfase aos riscos e oportunidades ambientais, sociais e governança relacionados ao objeto da decisão em questão, assegurando-se que os interesses dos *stakeholders* não sejam negligenciados e estejam alinhados com a estratégia de geração de valor de longo prazo da companhia.

Desse modo, para que o instituto da *business judgment rule* seja devidamente aplicado, deve restar evidente, no caso concreto, que a conduta do administrador observou os seguintes elementos: (i) efetiva decisão negocial, (ii) desinteresse, (iii) independência, (iv) dever de diligência (considerando-se as novas balizas decorrentes da ressignificação do interesse social), (v) boa fé e (vi) ausência de abuso de discricionariedade.

5.3.2 Responsabilidade dos administradores por negligência em relação a riscos ESG

Conforme já desenvolvido nas seções anteriores, como decorrência do dever de legalidade, o administrador possui o dever fazer com que a companhia cumpra adequadamente as normas a que está sujeita. Desse dever, associado ao dever de diligência, deriva o dever de controle da legalidade, que impõe a implementação de controles internos e mecanismos de supervisão com o objetivo assegurar que a companhia está em conformidade com as normas que deve cumprir.

Esse quadro de deveres a que o administrador está sujeito já é suficiente, por si só, para responsabilizá-lo por prejuízos decorrentes de negligência em relação a riscos relacionados a aspectos ambientais, sociais e de governança.

Com a ampliação do interesse social para que passe a contemplar interesses de *stakeholders*, entende-se que tanto o dever de diligência quanto o dever de legalidade se acentuam em relação aos aspectos ESG contemplados no interesse social.

Nessa linha, cria-se legítima expectativa, tanto para os acionistas quanto para os *stakeholders*, de que o administrador possui conhecimento adequado (ou meios para obtê-lo) a respeito das normas a que companhia está sujeita, de meios eficientes e razoáveis para atendimento dos interesses dos *stakeholders* e, ainda, olhar atento sobre riscos ESG que, ainda que não representem obrigação legal exigível da companhia, podem vir a se tornar norma cogente ou, de qualquer outro modo, representar contingência para a companhia.

A respeito dos riscos ESG relacionados a potencial alteração legislativa ou regulatória que podem representar contingência para a companhia, pode-se citar, como exemplo, o caso da transição da matriz energética e descarbonização. Ainda que não haja norma cogente

aplicável de forma generalizada a toda e qualquer companhia nesse sentido, tendo em vista a emergência climática que assola o Planeta, a mobilização global em torno da redução da emissão dos GEE e a probabilidade de edição de norma legal a esse respeito a curto ou médio prazo, é razoável que o tema "transição energética" esteja presente na pauta da alta administração das companhias, conquanto é necessário traçar plano de ação para tal transição, mapeando os riscos e oportunidades daí decorrentes.

Outro exemplo nessa mesma linha é o risco de "litígio climático". Ainda que tal movimento seja incipiente e haja dúvidas de sua procedência à luz do direito brasileiro, já existem paradigmas na Austrália, Estados Unidos da América, Holanda, Polônia e Reino Unido.[739]

Não obstante, não há dúvida de que os administradores de companhia devem estar preparados para enfrentar os desafios trazidos pelo fenômeno ESG, possuindo conhecimento adequado para lidar com matérias relacionados ao tema ESG, direcionando adequadamente o funcionamento da companhia e fiscalizando a atuação dos órgãos de administração e dos colaboradores nesse sentido, conforme corrobora o estudo "Stewardship climático no Brasil":

> Vale mencionar que a prática do stewardship climático está se tornando *mainstream*, como demonstram as recentes manifestações de grandes gestoras de ativos no sentido de avaliar as políticas e os planos de ação das companhias investidas para gerenciar riscos climáticos e aproveitar as oportunidades apresentadas pela transição energética global. Alguns dos critérios utilizados para aferir a preparação das empresas para a transição para uma economia de baixo carbono são a fluência do Conselho de Administração nesses temas, para que possa supervisionar adequadamente os planos e metas da companhia, e a adoção de divulgações alinhadas a padrões internacionalmente utilizados, tais como as recomendações da Força-tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, ou TCFD), Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e GRI (Global Reporting Initiative), dentre outros. [...][740]

---

[739] Cf. THE ECONOMIST. Lawsuits aimed at greenhouse-gas emissions are a growing trend. 23 abr. 2022. Disponível em: https://www.economist.com/international/2022/04/23/lawsuits-aimed-at-greenhouse-gas-emissions-are-a-growing-trend. Acesso em: 12 nov. 2022; LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP. op. cit., p. 52-53. Vale registrar o relato do já emblemático caso "Milieudefensie v. Shell", no âmbito do qual "uma corte distrital holandesa, de forma inédita, interpretou o Código Civil holandês à luz do Acordo de Paris, dos Princípios Orientadores da ONU sobre Empresas e Direitos Humanos (UNGP) e das Diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) para Empresas Multinacionais bem como da ciência produzida pelo Painel Intergovernamental sobre Mudanças Climáticas (em inglês, *Intergovernmental Panel on Climate Change*, ou IPCC), concluindo pela existência de um dever geral de cuidado (duty of care) climático e que uma empresa privada, a Shell, tem a obrigação de alinhar-se às metas do Acordo de Paris, um tratado entre Estados. A corte determinou à Shell que reduza suas emissões de CO2 em 45% até 2030, relativamente aos níveis de 2019. A redução deve abranger todo o grupo econômico, e também as emissões de Escopo 3, que incluem fornecedores e consumidores" (LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP, op. cit., p. 24).

[740] Ibidem, p. 17.

Isso não significa que o administrador passa a ser responsável por todo e qualquer prejuízo decorrente de materialização de contingência relacionada a risco ESG. A obrigação do administrador continua sendo de meio e não de resultado. No entanto, entende-se que os riscos ESG ganharam relevância nos tempos atuais, sobretudo nas companhias cujo interesse social tenha sido ressignificado, de modo que se deve exigir dos administradores mais atenção e diligência em relação a tais riscos.[741]

Tanto é assim que, como tratado na seção anterior, a aplicação da *business judgment rule* ganhou novas balizas, notadamente, a consideração dos fatores ESG no processo de tomada de decisão negocial.

Nesse sentido, é necessário que os administradores criem estrutura adequada de controles internos para monitorar (i) o cumprimento do dever de legalidade por parte da companhia, (ii) o adequado tratamento dos riscos relacionados a temas ESG que ainda não estejam contemplados em norma cogente, mas possam representar contingência para a companhia e (iii) a atuação de seus subordinados, de modo a assegurar que estão agindo de acordo com as diretrizes que lhe foram transmitidas.

Sob o ponto de vista do investidor, a gestora BlackRock enumerou aspectos que considera consistir em melhores práticas para o endereçamento de riscos e oportunidades relacionadas às questões climáticas, que deveriam ser observadas pelos administradores. Veja-se:

> *Considerations for all companies*
> *As companies determine the best approach for addressing their climate-related risks and opportunities, it is helpful for long-term investors like BlackRock to understand how:*
> *• The board and management assess climate risk and possess knowledge appropriate to the company's business to ensure adequate consideration of climate-related risks and opportunities in relation to the company's strategy and operations*
> *• The board and management consider the impacts of climate risk and the energy transition on the company's long-term performance, including opportunities to consider energy supply, innovation, and diversification of energy sources*

[741] Nesse contexto, é oportuna a ponderação de Julia Damazio Franco e Frederico Calmon Nogueira da Gama a respeito do dever de fiscalização dos conselheiros de administração em relação aos administradores e dos diretores em relação aos demais colaboradores da companhia, no seguinte sentido: "[...] o dever de fiscalização comporta avaliação à luz das funções do conselheiro no ambiente de governança e das circunstâncias de sua atuação; nunca deve ser examinado como mero desdobramento ou consequência de ilícitos praticados por quem se estiver a fiscalizar, sob pena de, toda vez que caracterizada uma irregularidade, haver necessária punição daqueles que não a identificaram. O mesmo raciocínio se estende à relação dos diretores de companhias para com seus subordinados. Por diversas vezes, em razão do tamanho ou complexidade dos assuntos sob sua competência, o acompanhamento amplo e irrestrito de toda e qualquer atividade corriqueira da companhia por parte de seus diretores se torna inviável. É justamente por essa razão que o dever de vigiar se aplica a todos os administradores, como um aspecto intrínseco ao dever de diligência previso no art. 153 da Lei das S.A." (FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da, op. cit., p. 643-644).

> *• The company considers shifting demand for goods and services due to changes in regulation, technology, and/or consumer preferences that may result from the global energy transition*
> *• The company measures its current emissions baseline, sets short-, medium-, and long-term science-based emissions reduction targets, where available, and evaluates resilience to scenarios, including most likely decarbonization pathways, well below 2°C, as well as the aspirational 1.5°C pathway*
> *• The company executes year-on-year, or over a series of years, against its stated emissions reduction goals and other climate-risk related efforts*
> *• The company incorporates climate risk in its capital allocation decisions, including investments in sustainable solutions, opportunities, business lines, renewable energy, and/or low-carbon products – and how such investments are support the long-term economic interests of shareholders*
> *• The company considers and, if relevant, quantifies, and accounts for material climate-related risks in its financial statements, including if the company explains such risks within the context of its audit report and/or as part of the company's strategic planning and performance outlook*[742]

Desse modo, caso seja demonstrado que o administrador negligenciou risco ESG que deveria considerar no exercício regular das operações da companhia ou em decisão negocial estratégica e efetivamente ocorrer a materialização de contingência relacionada ao risco negligenciado, resultando em prejuízo para a companhia, o administrador ficará sujeito a responsabilização por tal prejuízo.

Trata-se, em última análise, de responsabilidade por infração ao dever de diligência, que, como visto, ganha novas amplitude e perspectiva à luz do fenômeno ESG e da ressignificação do interesse social da companhia.

Para que seja caracterizada a culpa do administrador, deverá ser verificada a conduta por ele praticada em comparação com o *standard* de comportamento que se espera em situações semelhantes (leia-se, o comportamento de administrador diligente de companhia que integrou fatores ESG em seu interesse social).

Feita a verificação em questão e caracterizando-se a culpa do administrador relacionada a ato (ou omissão) que gerou prejuízo à companhia, o administrador ficará sujeito a responsabilização, nos termos do sistema constante da Lei das S.A.

No que diz respeito ao dolo, como bem observa Ana Carolina Weber, atualmente se caracteriza "a partir da consciência do agente quanto à efetiva possibilidade de produção do resultado danoso".[743] Ou seja, para caracterização do dolo não é mais necessário que o agente tenha a intenção de causar o dano; basta que pratique (ou deixe de praticar) determinado ato

---

[742] BLACKROCK. **Climate risk and the global energy transition**. Investment Sterwardship. fev. 2022. Disponível em: https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-commentary-climate-risk-and-energy-transition.pdf. Acesso em: 12 nov. 2022.
[743] WEBER, Ana Carolina. op. cit., p. 62.

ciente de que pode produzir dano e assim o faz (ou deixa de fazer), assumindo o risco de sua atitude ou omissão.

Ao fim e ao cabo, não há criação de nova hipótese de responsabilidade de administrador, mas tão somente ampliação das hipóteses de incidência (em linha com o fenômeno ESG e com a eventual ampliação do interesse social) do regime de responsabilidade que vigora desde a promulgação da Lei n° 6.404/1976.

5.3.3 Responsabilidade decorrente do não cumprimento de medidas ESG divulgadas publicamente pela companhia

Como já visto anteriormente, no contexto do fenômeno ESG as companhias têm adotado práticas ESG e – não necessariamente com a anuência de seus acionistas – estabelecido metas e compromissos públicos relacionados a temas ESG, em linha com o que costuma ser recomendado pelas consultorias que atuam nessa área.[744]

Uma vez que a companhia tenha estabelecido metas ou assumido compromissos públicos relacionados a aspectos ESG, além de o atingimento das metas e cumprimento dos compromissos passar a pautar a atuação da administração, como já desenvolvido acima, tal fato também pode originar legítimas expectativas em diversos agentes que, em diferentes medidas, interagem com a companhia, tais como investidores, acionistas, credores, consumidores, fornecedores e membros das comunidades nas quais a companhia atua ou possui estabelecimentos.

---

[744] Exemplo nítido dessa realidade pode ser obtido no guia "Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas" elaborado pela B3. O guia elenca "14 passos rumos à sustentabilidade", dentre os quais, o estabelecimento de metas, fazendo a seguinte recomendação: "Qualquer empresa que deseje avançar de modo consistente na agenda de sustentabilidade e na gestão ASG precisa estabelecer metas claras e objetivas para os indicadores que utiliza. Idealmente, tanto as metas como os indicadores devem ser de conhecimento público e de fácil monitoramento interno e externo, concretizando o compromisso da empresa com seus objetivos e efetivando sua transparência. Tradicionalmente, empresas definem metas considerando o cenário competitivo em que se encontram, as suas possibilidades de realização e as expectativas de seus stakeholders, especialmente os acionistas, gestores e público interno. Em uma perspectiva de sustentabilidade e considerando as emergências sociais e ambientais atuais, um bom referencial seria elaborar metas com base na ferramenta SMART (do acrônimo em inglês para: Específico, Mensurável, Alcançável, Realista e Oportuno), que pode contribuir com esse processo de definição. Metas de sustentabilidade ambiciosas e relevantes também são aquelas em que as empresas levam em conta as megatendências, e em que o progresso revela sua contribuição real para o desenvolvimento sustentável, aumentando seu valor para a sociedade e sua credibilidade interna e externa. Nesse contexto, é preciso mudar a perspectiva: a pergunta por trás das metas deixa de ser "quanto é possível?" e passa a ser "quanto é necessário?" (B3. **Guia Sustentabilidade e gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. p. 38. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 25 nov. 2022).

Tais legítimas expectativas, uma vez frustradas, podem vir a gerar responsabilidade para a companhia. Nesse contexto, cabe analisar se, e em que medida, podem ser os administradores responsabilizados por danos provocados à companhia decorrentes do não atingimento de metas ou cumprimento de compromissos assumidos publicamente pela companhia.

Em primeiro lugar, cabe lembrar que nas companhias cujo interesse social foi ressignificado para contemplar interesses dos *stakeholders*, a divulgação clara e precisa de informações relacionadas às práticas ESG adotadas pela companhia, torna-se impositiva, incorporando-se ao dever de diligência dos administradores.

Essa "prestação de contas" referentes a aspectos ESG – sempre que possível seguindo padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para esse fim – é necessária justamente para que os *stakeholders* e o mercado (no caso das companhias abertas) possam verificar se os compromissos assumidos publicamente por determinada companhia estão sendo, de fato, cumpridos.

A lógica por trás de tal raciocínio é a de que, tal qual os investidores em geral tomam decisão de comprar, vender ou manter em carteira determinado valor mobiliário com base nas informações periódicas e eventuais divulgadas por companhias abertas, os *stakeholders* de determinada companhia podem tomar decisões relevantes relacionadas a tal companhia em função das informações por ela divulgadas (independentemente de se tratar de companhia aberta ou fechada).

Por exemplo, toda a comunidade ao redor de determinada planta industrial que é afetada por alguma externalidade negativa decorrente da atividade nela exercida pode eventualmente decidir pelo não ajuizamento de demanda em face da companhia em razão do referido evento, pelo fato de a companhia ter assumido publicamente o compromisso (ainda que de forma genérica) de mitigar tal externalidade dentro de determinado prazo.

Nesse cenário hipotético, é razoável concluir que, descumpridos os compromissos publicamente assumidos pela companhia, a coletividade de pessoas daquela comunidade, observados os requisitos dos artigos 186, 187 e 927 do Código Civil, poderá ter uma demanda robusta de responsabilidade civil em face da companhia.

Da mesma forma que o exemplo acima consignado, pode-se cogitar de outros casos hipotéticos na mesma linha, envolvendo consumidores (que adquiriram determinado produto com a convicção de estavam fazendo negócio com uma companhia que praticava determinado princípio ESG), fornecedores (que concordaram em fazer negócios – ou conceder descontos extraordinários – com determinada companhia em razão dos compromissos ESG divulgados

publicamente, de modo a assegurar determinados índices ESG em sua cadeia de valor) e até mesmo investidores (que decidiram adquirir valor mobiliário de emissão de determinada companhia por razões de convicção em relação a determinado fator ESG que seria cumprido pela companhia, em detrimento de alocar seus recursos em outros valores mobiliários com rentabilidade mais atrativa).

Em todos os casos hipotéticos acima considerados, se posteriormente for revelado que a companhia em questão não diligenciou o cumprimento do compromisso que havia sido divulgado, haveria, em tese, possibilidade de demanda de responsabilidade civil em face da companhia, o que poderia resultar em desembolso pela companhia e, em última análise, em prejuízo.

Em se tratando de companhia aberta, em relevantíssimo estudo, Ricardo Mafra concluiu que a companhia possui um dever próprio de divulgação de informações enquanto emissora de valores mobiliários e, na medida em que o funcionamento eficiente do mercado depende da divulgação de informações verdadeiras e precisas, a companhia, que possui capacidade delitual, responde pelos atos que lhe são imputáveis. Daí, pode vir a ser responsabilizada civilmente pela divulgação de informações incorretas, desde que o ato ilícito, nexo causal e danos sejam demonstrados pelo investidor.[745]

Nesse contexto, vislumbram-se duas possibilidades de eventual responsabilização do administrador: (i) na hipótese de a companhia sofrer prejuízo em decorrência de demanda de terceiro; e (ii) o administrador ser demandado diretamente por terceiro prejudicado por seu ato ou omissão.

Em ambos os casos, não há qualquer novidade em relação ao regime de responsabilização de administradores constantes da Lei das S.A. No primeiro caso, o eventual prejuízo sofrido pela companhia não provoca, por si só, a responsabilidade do administrador. Este só responderá em razão de infração da lei ou do estatuto ou por sua atuação com dolo ou culpa.

A análise da conduta do administrador deverá ser casuística e ter como objetivo constatar se agiu com dolo, culpa ou em infração a dever legal, especialmente o dever de diligência.

É perfeitamente possível que o administrador tenha desempenhado atuação diligente e em linha com o interesse social mas, na prática, a companhia não ter logrado cumprir os

---

[745] SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. op. cit. Registre-se que, em sentido contrário posicionam-se Ana Carolina Weber e Marcelo Vieira von Adamek, como já comentado anteriormente (WEBER, Ana Carolina. op. cit., p. 235-236; ADAMEK, Marcelo Vieira von. op. cit**.,** p. 394-395).

compromissos ESG publicamente assumidos. Nesse caso, demonstrando o administrador que agiu de boa-fé e de forma diligente para atingir os objetivos traçados, não poderá ser responsabilizado pelo resultado adverso.

Entretanto, em caso de violação a dever legal ou de atuação com dolo ou culpa, sua responsabilização pode ocorrer tanto em relação aos acionistas da companhia, por meio da ação de responsabilidade prevista no artigo 159 da Lei das S.A., quanto em relação a terceiros que forem diretamente prejudicados pelo ato do administrador.

A respeito da possibilidade de demanda direta por terceiros prejudicados, José Alexandre Tavares Guerreiro anotou que:

> Também de natureza extracontratual é o fundamento das ações de terceiros prejudicados (não acionistas) pela violação dos deveres legais dos administradores. Trata-se, aqui, de ação de ressarcimento por fato ilícito, *exempli gratia*, ação de fornecedores ou credores baseada em dados falsos no balanço.[746]

Trazendo-se o mesmo racional para os tempos atuais, pode-se cogitar de ação direta por parte de fornecedor, credor ou, até mesmo, consumidor, baseada em dados falsos divulgados pela companhia ou compromissos ESG não cumpridos. No entanto, como já advertido acima, para que o administrador possa ser responsabilizado, será necessária a produção de prova robusta da atuação do administrador para a geração do prejuízo e, ainda, a ilicitude da conduta.

Pode-se concluir, em linha com o que foi constatado nas seções anteriores, que a eventual responsabilidade de administrador decorrente do não cumprimento de medidas ESG divulgadas publicamente pela companhia não se trata de nova hipótese de responsabilidade do administrador de companhia, mas tão somente uma nova hipótese de incidência do sistema de responsabilidade já existente.

Igualmente, caso a companhia venha a ser responsabilizada pelos mencionados fatos e seja apurado que o administrador atuou com culpa ou dolo, haverá possibilidade de sua responsabilização na forma prevista na Lei das S.A.

5.3.4 Responsabilidade decorrente do não cumprimento de medidas ESG vinculadas a valores mobiliários emitidos pela companhia

[746] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. op. cit., p. 84.

Conforme já comentado em seções anteriores, atualmente é possível verificar a existência de valores mobiliários emitidos por companhia que, para além das obrigações pecuniárias, vinculam a companhia a adotar determinadas medidas ESG neles consignadas.

Cada vez mais relevante no cenário global, o mercado de finanças sustentáveis engloba instrumentos de dívida que integram elementos ambientais, sociais e de governança e/ou voltados ao financiamento de atividades e projetos econômicos caracterizados como sustentáveis.

Existem diversos produtos financeiros com tais características, sejam aqueles voltados ao financiamento de atividade ou projeto específico, que vinculam os recursos para tal finalidade; sejam os que relacionam as metas ESG ao emissor dos títulos de dívida, que pode usar os recursos para fins genéricos, conforme a síntese empreendida em relatório desenvolvido no âmbito do projeto Finanças Brasileiras Sustentáveis – FibraS:

> Os títulos são baseados em atividades e/ou ativos (*activity/asset-based*), como no caso dos *green/social/sustainability bonds*, em que o emissor deve usar o dinheiro arrecadado para uma atividade ou um projeto sustentável específico. Em contraste, os títulos com base no emissor (*issuer-based*) incluem metas de sustentabilidade para a entidade emissora. O dinheiro arrecadado com a emissão da dívida pode ser usado para fins gerais, como no caso dos *sustainability-linked bonds/loans*. Nessa situação a taxa de juros é variável e está vinculada ao cumprimento de indicadores ASG predefinidos.[747]

Como instrumentos financeiros sustentáveis, tem-se, por exemplo, a emissão de letras financeiras, debêntures, além dos empréstimos (crédito direto) verdes e atrelados a metas ESG. Nesse cenário, destacam-se os *green bonds* ou títulos verdes, definidos por Mafalda Miranda Barbosa como "valores mobiliários com um resultado fixo, com as quais se pretende angariar capital para financiamento de um ou mais projetos (futuros ou já existentes) com específicos benefícios ambientais".[748]

Observa-se que a emissão de títulos verdes costuma estar associada à captação de recursos por meio de instrumentos que contemplam taxas de remuneração mais atrativas para o tomador dos recursos. Significa a obtenção de financiamento a taxas menores que as usualmente praticadas no mercado (ou seja, dinheiro mais barato), desde que o tomador se comprometa a promover ações efetivas no campo da sustentabilidade.

---

[747] DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ) GMBH. **O mercado de finanças sustentáveis no Brasil em 2022**:
produtos, tendências, perspectivas e vozes do mercado. Brasília: GIZ, fev. 2022. p. 15. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/03/FiBraS-Mercado-FinSustentaveis_2022.pdf. Acesso em: 4 dez. 2022.

[748] BARBOSA, Mafalda Miranda. *Green bonds*: riscos e responsabilidade. **Revista de Direito da Responsabilidade**, Coimbra, ano 1, p. 834-861, 2019. p. 838.

Por conseguinte, atribui-se a obrigação de atingimento de determinadas metas ESG pelo emissor do título, cujo descumprimento pode ensejar penalidade que geralmente já é pré-fixada no próprio título e/ou a apuração de eventuais perdas e danos.

Além dos fatores de risco geralmente associados aos investimentos em geral, os *green bonds* contemplam dois fatores de risco específicos, que merecem destaque: (i) o risco de não conclusão do projeto a ser financiado ou que serve como garantia da obrigação; e/ou (ii) o risco de o projeto financiado apresentar desempenho ambiental aquém do esperado. Quanto a este último, os desdobramentos se projetam simultaneamente sobre o emissor e o investidor.

Sob a perspectiva do investidor, no mínimo, são frustradas as expectativas em relação aos fatores ambientais associados ao investimento, podendo ocorrer, simultaneamente o inadimplemento das obrigações financeiras associadas ao título. Já no que diz respeito ao emissor, além da possibilidade de ser demandado por inadimplemento da obrigação ESG vinculada ao título (e também pelo próprio inadimplemento financeiro, quando for o caso), pode sofrer, ainda, danos reputacionais, que se projetarão em sua imagem no mercado e poderão afetar a capacidade (ou o custo) de futuras captações de recursos.[749]

Em função dos riscos acima mencionados, a observância do dever de informar ganha especial relevância no contexto dos títulos verdes, conforme destaca Mafalda Miranda Barbosa:

> Os investimentos financeiramente sustentáveis devem, realmente, incorporar os fatores ESG que afirmam ter. Todas as *green bonds* devem oferecer benefícios ambientais claros, que deverão ser avaliados e quantificados, se possível, pelo emitente. Este deve, ainda, descrever o processo para determinar em que medida os projetos que pretende levar a cabo se enquadram nos critérios de sustentabilidade ambiental, bem como os objetivos que pretende atingir com esses projetos. A informação a fornecer aos investidores deve ser clara, completa, precisa, atual e orientada por um princípio de transparência.[750]

Em síntese, os riscos relacionados ao descumprimento dos compromissos ESG assumidos pelo emissor podem gerar reflexos sobre o investidor (cujo interesse em financiar projetos e atividades em consonância com fatores ESG e a alocação de recursos para tal finalidade podem ser frustrados); sobre as próprias companhias emitentes (que podem ser alvo de pretensões indenizatórias ou sofrer penalidades pré-fixadas); e pelo mercado em sentido amplo, por conta da quebra da confiança que pode atingi-lo de forma sistêmica.

---

[749] Cf. BARBOSA, Mafalda Miranda. op. cit., p. 841.
[750] Idem, p. 839-840.

Assim, o inadimplemento de metas ou compromissos ESG vinculados a títulos de dívida tende a gerar efeito adverso imediato para a companhia emissora, relacionado a prejuízos decorrentes da aplicação de penalidade prevista no título, a demandas indenizatórias por parte de investidores a, até mesmo, pelo aumento do custo do financiamento (caso a penalidade seja a majoração das taxas de juros). Num segundo momento, tais prejuízos decorrentes do descumprimento de metas ou compromissos podem ensejar a responsabilização do administrador da companhia.

Não obstante, essa eventual responsabilização só poderá ser aferida casuisticamente. Para tanto, será necessário investigar a razão do descumprimento da meta sustentável ou compromisso ESG assumido pela companhia, a fim de se verificar se a conduta do administrador, de fato, se relaciona com o referido descumprimento de obrigação pela companhia e, caso positivo, se o administrador atuou com culpa, dolo ou quebra dos deveres a que deveria observar no exercício de sua função.

Como já foi defendido em outras seções, caso o administrador da companhia demonstre que atuou de forma diligente e que o inadimplemento da companhia não ocorreu por sua culpa ou que o cumprimento da obrigação era impossível, sobre tal administrador não deve incidir responsabilidade, porquanto sua obrigação é de meio e não de fim.

De modo diverso, restando caracterizada a culpa, dolo ou infração a dever legal que deveria observar em razão de seu cargo, é possível a responsabilização pelos prejuízos apurados pela companhia em razão do descumprimento de meta ou compromisso ESG vinculado a título de dívida emitido pela companhia.

No caso de infração ao dever de diligência, será preciso examinar a conduta do administrador em comparação com o padrão de comportamento esperado para situações semelhantes. Ou seja, demonstrando-se que o administrador deliberadamente e sem justificativa negligenciou as providências necessárias para que a companhia cumprisse adequadamente a meta ou compromisso ESG (o que deveria pautar o curso normal das operações da companhia e orientar suas decisões negociais estratégicas), resultando em prejuízo para a companhia, abre-se a possibilidade de responsabilização.

Note-se que o administrador não será responsabilizado pelo descumprimento das metas ou compromissos ESG vinculados ao título de dívida emitido pela companhia, mas em razão de sua atuação, que ocasionou descumprimento de compromissos assumidos pela companhia e, por conseguinte lhe gerou prejuízos, devendo responder perante a companhia por tais prejuízos, observado o sistema previsto nos artigos 158 e 159 da Lei das S.A.

Novamente, a hipótese em tela não significa a criação de um dever adicional ou de um tipo de responsabilidade extraordinária além dos já existentes no sistema da Lei n° 6.404/1976. Trata-se tão somente de nova hipótese de incidência de responsabilidade já existente, mas que se concretiza a partir dessa nova hipótese de aplicação surgida na esteira do fenômeno ESG.

A argumentação empreendida ao longo desta seção é corroborada pela reflexão de Aline de Miranda Valverde Terra e Giovanni Ettore Nanni a respeito de questões ESG em análise sobre a aplicação de cláusula resolutiva expressa como instrumento de gestão de riscos contratuais:[751]

> Note-se que em tempos de plena consolidação da conformidade com o ESG, ele representa mais do que boas práticas, realização de uma cultura ou simples selo de qualidade, mas se consolida como modelo de gestão de risco e vetor importante na tomada de decisões negociais.[752]

Entende-se, por fim, que toda a construção argumentativa desenvolvida ao longo desta seção relativamente aos títulos verdes, aplicam-se, *mutatis mutandis*, aos "títulos sociais", aos "investimentos de impacto", como a toda e qualquer obrigação de fazer lícita assumida pela companhia em título ou valor mobiliário por ela emitido.

---

[751] Os autores em questão entendem que eventual atuação incompatível com os parâmetros ESG pelas partes contratantes pode ser causa resolutiva do contrato, porquanto "[c]ada vez mais se quer contratar não só com quem pratica o melhor preço ou gera mais lucro, mas também com quem implementa ações de acordo com os parâmetros ESG. Ter e manter a linha de atuação ESG permite inclusive a atribuição de índices específicos [...] materializar conduta incompatível com a pauta ESG, se assim previsto na cláusula resolutiva, igualmente autoriza a resolução da relação contratual" (TERRA, Aline de Miranda Valverde; NANNI, Giovanni Ettore. A cláusula resolutiva expressa como instrumento privilegiado de gestão de riscos contratuais. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil**, Belo Horizonte, v. 31, n. 1, p. 135-165, jan./mar. 2022. p. 155).

[752] Idem, p. 156.

CONCLUSÃO

O objetivo geral da presente tese foi investigar os impactos da adesão voluntária à agenda ESG no interesse social e no regime de responsabilidade dos administradores de companhias brasileiras.

O interesse social pode ser entendido a partir da noção de que a companhia possui interesse próprio, que pode ser diverso do interesse de seus acionistas individualmente considerados e dos interesses de seus administradores.

O ordenamento jurídico-empresarial brasileiro possui orientação majoritariamente contratualista, alinhada com o conceito de que o interesse social é o interesse da coletividade de acionistas enquanto tal (ou seja, sem levar em conta interesses individuais dos acionistas) e corresponde à geração de valor no longo prazo para os acionistas.

Há, no entanto, necessidade de esforço conciliatório entre as premissas contratualistas e institucionalistas, sobretudo em razão dos comandos constitucionais que informam o ordenamento jurídico e, especificamente, a ordem econômica (que deve observar os princípios da função social da propriedade, da defesa do consumidor, da redução das desigualdades regionais e sociais e busca do pleno emprego, dentre outros).

Assim, tem-se que é possível sustentar duas perspectivas relativas ao conceito de interesse social no direito brasileiro: (i) uma, de viés estritamente contratualista, no sentido de que o interesse social consiste na priorização da geração de valor de longo prazo para o acionista, levando-se em consideração os interesses dos *stakeholders* que se relacionam com a companhia; e (ii) outra, que busca conciliar orientação preponderantemente contratualista com a visão institucionalista, que se diferencia da anterior justamente por entender que a consideração dos interesses dos *stakeholders* não se restringe a buscar atender tais interesses dentro do mero cumprimento do dever de legalidade, devendo ir além do cumprimento das leis aplicáveis à companhia.

A consideração dos interesses dos *stakeholders* na tomada de decisões corporativas e no modo de condução da empresa pode ultrapassar o mero cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis à atividade regular da companhia, correspondendo à noção de responsabilidade social corporativa, cujos desdobramentos deverão ser ponderados pelos administradores com base no objetivo de geração de valor de longo prazo. Isso porque toda e qualquer medida que tenha por objetivo prestigiar os *stakeholders* e ultrapasse as obrigações exigidas por lei aplicáveis a determinada companhia corresponde a ação de responsabilidade social corporativa, cuja extensão, pertinência, conveniência e oportunidade deverão ser

ponderadas pelos administradores, sempre tendo como norte a potencialização da geração de valor de longo prazo.

Embora, por um lado, se reconheça a dificuldade de conferir concretude à noção de interesse social no âmbito das companhias, por outro, pode-se apontar uma consequência direta do interesse social que não pode ser negligenciada: a legitimação da responsabilidade social voluntária, que ganha cada vez mais espaço na prática empresarial brasileira e relaciona-se intimamente com o fenômeno ESG, encontrando fundamento tanto no texto constitucional quanto na legislação infraconstitucional por força de previsão específica contida no artigo 154, § 4º, da Lei n° 6.404/1976.

No curso da investigação que precedeu a elaboração desta tese, foram analisados os aspectos teóricos e práticos do fenômeno ESG. Sob o ponto de vista teórico, tratou-se de sua origem e evolução, da análise de cada um dos temas que compõem o acrônimo (ambiental, social e governança), da apresentação da multiplicidade de conceitos em torno do ESG e, por fim, das críticas já manifestadas publicamente ao fenômeno. A respeito dos aspectos práticos, buscou-se demonstrar como o tema é tratado pelos gestores de recursos e pelas companhias, abordando normas relacionadas ao tema ESG já existentes no ordenamento jurídico e na autorregulação e apresentando o resultado de estudo empírico realizado com o objetivo de entender como as companhias listadas no Novo Mercado da B3 têm abordado o tema ESG na prática.

Contemporaneamente, uma das discussões globais mais relevantes se dá em torno da necessidade de a humanidade adotar como paradigma um modelo de produção e consumo cujo elemento central seja o parâmetro da sustentabilidade, o que pressupõe a compatibilização entre a atividade econômica e a manutenção de um ambiente natural adequado.

A partir de 1987 foram empreendidas diversas iniciativas e firmados compromissos internacionais com o objetivo de fomentar a implementação do conceito de desenvolvimento sustentável, que consiste em satisfazer as necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades. Nesse contexto, em 2004, a sigla ESG (abreviação de ambiental, social e governança) foi cunhada no âmbito do relatório "*Who Cares Wins Report*", publicado pela ONU.

A popularização do uso do termo ESG fez com que o fenômeno se expandisse a novos agentes econômicos e mercados, gerando como reflexo a indefinição ligada ao conceito, na medida em que o termo ESG foi sendo empregado de diversas maneiras, do que resultou o surgimento de múltiplas interpretações semânticas sobre seu significado e seu alcance.

Dentre as diversas acepções do termo ESG, a literatura aponta quatro principais interpretações: (i) ESG como fatores para análise de investimentos; (ii) ESG como ferramenta de gestão de risco; (iii) ESG como responsabilidade social corporativa; e (iv) ESG como preferência.

Fato é que, atualmente, não existe consenso sobre a definição de ESG. A dificuldade na formulação de conceito único reside, justamente, na inexistência de teoria comum estabelecendo suas bases e seus fundamentos. Esse cenário irradia efeitos que culminam nos obstáculos ao estabelecimento de avaliações e métricas relativas a fatores ESG, uma das grandes fontes de críticas direcionadas à sua utilização como parâmetro de orientação de investimentos.

Entende-se que a tentativa de associação do ESG com gestão de risco parece ser incorreta, pois o controle dos riscos inerentes à atividade empresarial é obrigação natural do administrador de companhia, decorrente do dever de diligência, o que já abrangeria, de forma geral, as obrigações legais e a mitigação das externalidades negativas geradas pela companhia (como forma de controlar o risco de danos a terceiros e consequente indenização). Logo, não faz sentido dar tratamento de responsabilidade social corporativa (isto é, prática ESG) a iniciativas dessa natureza.

É importante ressalvar que, para fins desta tese, sob o ponto de vista aplicado ao direito das companhias, partiu-se da premissa que práticas ESG consistem em ações de responsabilidade social corporativa, ou seja, medidas tomadas pela companhia que ultrapassem o mero cumprimento dever legal.

Propõe-se que essa seja a definição adotada para conceituação jurídica do ESG, até para potencializar a divulgação de informações de forma transparente e precisa por parte das companhias, diferenciando as medidas implementas para assegurar o cumprimento do dever de legalidade e aquelas que não decorrem do cumprimento de lei mas são implementadas com vistas a dar concretude aos interesses dos seus *stakeholders* e a mitigar as externalidades negativas geradas pela entidade.

Não obstante a capilaridade das estratégias ESG no que tange a investimentos e a práticas de gestão empresarial, é possível notar relevantes críticas sendo direcionadas às medidas ESG. Dentre elas, destacam-se: ausência de conceito bem delimitado; dificuldade de estabelecimento de métricas precisas de avaliação; acusações de "*greenwashing*", "*pinkwashing*", "*whitewashing*" e ativismo corporativo; ausência de dados robustos e comparáveis que efetivamente comprovem seus benefícios; mitigação do papel da regulação

sobre questões fundamentais à sociedade e sua substituição paulatina pelos agentes econômicos, em uma transferência injustificável e arriscada.

Inclusive, uma das críticas mais contundentes ao fenômeno ESG é a de que se delegaria aos agentes econômicos função que deve ser desempenhada pela regulação, sobretudo quando o olhar é voltado às questões ambientais e seus impactos para o futuro da sociedade (em sentido amplo). Sobre esse aspecto, pode-se questionar, ainda, se a imposição de práticas ESG por meio de autorregulação poderia consistir em prática anticompetitiva, porquanto tal expediente poderia estar sendo utilizado para dificultar a entrada de novos agentes em determinados mercados.

A respeito de seus aspectos práticos, notou-se que o fenômeno ESG tem sido levado em consideração de modo relevante tanto no âmbito da indústria de gestão de recursos (que concentra parcela significativa de importantes financiadores das companhias), quanto do ponto do ponto de vista das companhias propriamente ditas.

No que toca à indústria de gestão de recursos, o investimento ESG é tido como método de gerenciamento de ativos em que se reconhece explicitamente a relevância de fatores ambientais, sociais e de governança para as decisões de investimento, objetivando o retorno de longo prazo de uma carteira de investimentos. Assim, o chamado "investimento ESG" teria como objetivo precificar corretamente os riscos e oportunidades sociais, ambientais e econômicos.

Sobre esse particular, deve-se ter em mente que os riscos relacionados a questões ambientais, sociais e de governança geralmente dizem respeito a incertezas de grau elevado, cujos efeitos são de difícil mensuração e precificação. Por tal razão, é possível se cogitar que, embora sejam empregados critérios e métodos desenvolvidos para buscar calcular os efeitos econômicos desses riscos para uma companhia, esses cálculos sempre resultarão em mera estimativa. Portanto, é questionável se, de fato, essa aplicação dos aspectos ESG pela indústria de gestão de recursos pode cumprir a finalidade para a qual se destina.

As companhias, em certa medida, também passaram a adotar práticas ESG no curso ordinário de suas operações, seja por meio de iniciativas desenvolvidas para integrar questões ambientais, sociais e de governança corporativa à dinâmica da empresa, seja como forma de otimizar a captação de recursos financeiros junto ao mercado, seja, enfim, como resposta direta aos anseios da sociedade contemporânea pela pauta da sustentabilidade.

Nesse ponto, constatou-se que, muito pela indefinição resultante da multiplicidade de conceitos atrelados à sigla ESG, ainda há pouca precisão na definição das práticas divulgadas pelas companhias como sendo ESG. Muitas das vezes, tais práticas correspondem a ações

com o fito de endereçar o cumprimento de obrigações legais ou regulatórias (ou mesmo assegurar que a entidade não cometerá infrações relacionadas a aspectos relacionados ao ESG) no contexto de gestão de risco, não correspondendo, nos termos da definição proposta no âmbito desta tese, a medidas ESG propriamente ditas.

Não se pode deixar de registrar que existe cenário regulatório e autorregulatório de incentivo à adoção de práticas ESG e sua divulgação por companhias. Nessa linha, a partir de 2023, os emissores de valores mobiliários registrados perante a CVM na "Categoria A" deverão mencionar, nos respectivos formulários de referência, se utilizam indicadores e métricas de ESG para avaliação de desempenho, bem como disponibilizar informações sobre fatores de risco socioambientais e se as informações divulgadas foram auditadas.

No entanto, tal divulgação se dará em cenário no qual ainda não há norma que defina o que deve ser considerado prática ESG para tal finalidade. Desse modo, é provável que sejam divulgadas como ESG práticas que não consistem em medidas de responsabilidade social corporativa representativas de providências que vão além do que é exigido por lei, em dissonância, portanto, com a conceituação jurídica de medida ESG adotada nesta tese.

Foi possível observar que a legislação do País ainda não estabeleceu ferramentas para efetivo enfrentamento de todas as questões relacionadas às temáticas ambiental, social e de governança de forma mandatória pelos agentes econômicos, o que justifica o espaço existente para ações de autorregulação e responsabilidade social corporativa.

A pesquisa empírica empreendida no âmbito da tese demonstrou que ainda há um hiato entre o discurso a favor do ESG adotado por muitas companhias e a formalização desse posicionamento de forma clara e precisa no âmbito de seus estatutos sociais. Em síntese, parcela relevante das companhias listadas no Novo Mercado da B3 divulgam que adotam práticas ESG em seus negócios. No entanto, aproximadamente 20% dessas companhias possuem orientação referente à adoção de critérios ESG em seus respectivos estatutos sociais e aproximadamente 71% possuem documento interno (*e.g.* políticas, regimentos internos e outros documentos correlatos) que contempla os critérios ESG que são adotados pela companhia.

Dentre as companhias que possuem documento interno que contempla os critérios ESG que adota, foi possível identificar que pouco menos da metade não informou ou disponibilizou o ato societário que aprovou o respectivo documento interno. Essa constatação evidencia uma falha relacionada às boas práticas de governança corporativa, porquanto, em relação a número significativo de companhias, não foi possível identificar qual órgão foi responsável pela aprovação do documento e qual o modo e tempo de sua formalização.

Identifica-se, portanto, oportunidade para aprimoramento da transparência, clareza e precisão da divulgação de informações quanto ao efetivo alinhamento da companhia com as medidas ESG que divulga praticar, bem como a forma de aprovação de tal decisão.

A modificação do interesse social nas companhias que adotam voluntariamente práticas ESG constitui problema central desta tese, partindo-se da análise da questão da alocação de recursos no cenário global e os incentivos para adoção de critérios ESG por companhias. Adicionalmente, considera-se a possibilidade de adoção de fatores ESG com objetivos de geração de valor para acionistas e de controle de risco, embora esta última não esteja alinhada com o conceito jurídico de ESG adotado nesta tese.

Constatou-se a existência de trabalhos científicos que sugerem correlação entre adoção de práticas ESG e aumento da lucratividade da companhia no longo prazo. Embora as práticas de responsabilidade social corporativa possam acarretar geração de despesas aptas a impactar negativamente a lucratividade (e, consequentemente, a distribuição de dividendos aos acionistas ou aumento do valor das ações) no curto prazo, podem possuir propósito legítimo de possibilitar a geração de valor sustentável no longo prazo.

Esse aspecto reforça a proposta de conceituação jurídica de práticas ESG como medidas de responsabilidade social corporativa.

A depender das características da área de atuação da companhia, *market share* e portfólio de clientes, a companhia pode se ver obrigada a adotar determinadas práticas de responsabilidade social corporativa para fins de viabilizar sua atuação em determinado mercado, devido a exigências da sua base de clientes (ou ao menos de clientes relevantes).

Como consequência, observou-se possível tendência de disseminação de práticas ESG "de cima para baixo", na medida em que os principais provedores de recursos para financiamento da atividade empresarial passam a influenciar as companhias investidas para que não apenas adotem determinadas práticas ESG, como também exijam que seus fornecedores as adotem como condição para manutenção da relação de fornecimento, atingindo, assim, toda a cadeia de superimentos.

À luz do fenômeno ESG e, sobretudo, da crescente inclusão de fatores ESG na análise de investimentos por parcela relevante da indústria de gestão de recursos, pode-se identificar tendência a aumento da relevância de questões ESG na ponderação de fatores no âmbito do processo para tomada de decisão sobre comprar, vender ou manter determinado valor mobiliário em carteira.

Se parcela preponderante dos agentes que negociam ativos em determinado mercado leva em consideração a performance ESG das companhias emissoras, existe tendência, por

parte de tais agentes, tanto de venda quanto de não aquisição de ativos que não integram fatores ESG às suas operações.

Desse modo, o preço do ativo em questão tende a ser reduzido, tendo em vista o potencial aumento do número de ofertas de venda ou a redução de sua liquidez. Logo, caso essas premissas se verifiquem na prática, não só a integração de fatores ESG às atividades das companhias, mas sobretudo a forma e os resultados de tal integração, produzirão efeitos na precificação dos valores mobiliários emitidos por tal companhia e negociados em mercado.

Nota-se, outrossim, disseminação de noção de que a adoção de práticas ESG também poderia ser enquadrada como medida de controle de risco por companhias. Entretanto, ao atuar em consonância com seu dever de diligência, a administração deve mapear os diversos fatores de risco que podem ameaçar o desempenho das atividades – e até mesmo a continuidade dos negócios – da companhia. Nessa esteira, controle de risco consiste preponderantemente em asseguração de que as normas jurídicas que vinculam a companhia estão (e continuarão) sendo cumpridas, o que não deve ser confundido com prática ESG.

Admite-se, contudo, que determinadas medidas relacionadas a gerenciamento de risco que não se relacionem com obrigações legais (tais como medidas preventivas a eventuais inovações regulatórias) podem ter viés de responsabilidade social corporativa e, consequentemente, prática ESG. O enquadramento em uma ou outra categoria demandará análise casuística, à luz das obrigações legais impostas à companhia, bem como à delimitação do interesse social de tal companhia.

A ampla consideração de providências relacionadas a controle de riscos como medida ESG, de forma genérica e pouco refletida, acaba por confundir conceitos e empregar caráter extraordinário a ações que já consistem em obrigação ordinária da companhia e de seus administradores.

Ao se vislumbrar a adoção de práticas ESG como forma de geração de valor a longo prazo, está-se diante do plano promocional idealizado por Bobbio, ao passo em que a indução realizada por investidores e consumidores enquadra-se no plano do desencorajamento, na medida em que o agente econômico que não integrar fatores ESG às suas atividades poderá enfrentar dificuldade no mercado em que atua.

Tendo em vista a dimensão e os efeitos exercidos pelo fenômeno ESG tanto sobre os agentes econômicos (que se veem pressionados a integrar fatores ESG aos seus modelos de negócio) quanto sobre investidores e consumidores (cujo grau de conscientização a respeito das demandas socioambientais é cada vez mais elevado), pode-se concluir que tal fenômeno já se caracteriza como fato social.

Como já mencionado, segundo a lei brasileira, o interesse social da companhia é delimitado pela geração de valor para o acionista no longo prazo e, para essa finalidade, deve considerar interesses de terceiros que se relacionam com a sociedade (os *stakeholders*). Esse conceito está alinhado com as diretrizes fixadas no sistema jurídico que disciplina a ordem econômica, o direito empresarial e, mais especificamente, o direito societário no Brasil.

A "consideração" dos interesses dos *stakeholders* não tem por objetivo (e nem gera o efeito) de alterar o beneficiário e o objeto do interesse da companhia. Tão somente orienta que, no exercício de suas atividades, a companhia deverá considerar os interesses de terceiros, no sentido de evitar a geração de danos a essas pessoas ou coletividades.

Portanto, os atos praticados pela companhia em favor de *stakeholders* que extrapolem o cumprimento de obrigações legais dela exigíveis (ou seja, atos voluntários) consistem em ações de responsabilidade social corporativa.

Apesar de o fenômeno ESG já poder ser considerado um fato social e possuir faceta "coercitiva", sob a perspectiva socioeconômica, dentre agentes de mercado (em situação na qual um agente exige que outro cumpra determinado requisito para que possa realizar negócios consigo), esse fato social, por si só, é insuficiente para modificar o sistema jurídico vigente, que informa o conceito de interesse social da companhia, para incluir outros beneficiários e objetos.

Caso se considere que, no direito brasileiro, o interesse social concilia as premissas contratualista e institucionalista, seria possível se cogitar que a sua modificação decorrente do da adoção de práticas ESG corresponderia a espécie de canalização ou potencialização do interesse social para o atendimento de determinadas demandas de *stakeholders* em maior escala, escolhidos no âmbito da autonomia privada da companhia.

Não obstante, para fins desta tese, utilizou-se o termo "ressignificação" tanto para a hipótese de modificação profunda do interesse social (segundo a premissa de que o interesse social é orientado pela teoria contratualista) quanto para a hipótese de densificação do interesse social (de acordo com a premissa de que o interesse social conciliaria fundamentos contratualistas e institucionalistas).

Assim, a ressignificação do interesse social pode ocorrer por meio de (i) alteração legislativa que estabeleça expressamente que o interesse social deve abranger interesses de terceiros externos ao quadro acionário (ou seja, não apenas considera-los no exercício do dever de legalidade, mas efetivamente integrá-los ao interesse da própria companhia) ou (ii) por meio da adoção voluntária de práticas de responsabilidade social corporativa pela companhia, devidamente aprovadas ou ratificadas pelos acionistas.

Tal aprovação pelos acionistas pode se dar de forma explícita (mediante a inclusão ou previsão de disposição no estatuto social da companhia que contemple a orientação da companhia nessa linha) ou implícita (mediante a aprovação das contas da administração referente a exercício em que a companhia publicizou a adoção de práticas ESG).

A partir da ressignificação de seu interesse social, a companhia – sobretudo a companhia aberta – passa a gerar legítimas expectativas tanto perante seus acionistas e demais investidores (titulares de outros valores mobiliários que não ações) quanto perante seus mais diversos *stakeholders* e o mercado em geral. Assim, o interesse social ressignificado para abarcar interesses dos *stakeholders* amplia as hipóteses de incidência de responsabilização da companhia e de seus administradores, tendo em vista as sinalizações de forma de condução dos negócios sociais e eventuais compromissos públicos e/ou metas assumidas pela companhia.

A Seção 5 tratou dos efeitos de tal ressignificação e dos impactos da adoção de práticas ESG na responsabilidade dos administradores de companhia. Foi demonstrado que o dever de legalidade consiste no dever do administrador de tomar as providências necessárias e certificar que a companhia satisfaça todas as obrigações que lhe são impostas pelas normas a que está sujeita. Em outras palavras, o dever de legalidade impõe ao administrador fazer com que a companhia cumpra aquilo que o ordenamento jurídico lhe exige.

Em relação aos administradores, o cumprimento do dever de legalidade é decorrência lógica da posição de membro da administração de companhia, ou seja, de pessoa natural que ocupa cargo necessário para o regular funcionamento e atuação da entidade. A despeito de o ordenamento jurídico brasileiro não dispor sobre o dever de legalidade de forma expressa, entende-se que tal dever vincula os administradores de companhia, pois a companhia deve cumprir as determinações legais que lhe são impostas e, para tanto, dependem da atuação de seus administradores.

Constatou-se que a prática de determinadas companhias de divulgar, sob o rótulo de "medida ESG", ações implementadas única e exclusivamente visando o cumprimento de lei ou a asseguração do cumprimento de lei, se enquadra em mero cumprimento do dever de legalidade.

Assim, para fins de adequada prestação de informações, o ideal seria que a companhia ressaltasse as práticas que, embora tenham relação com a temática ESG, consistem em cumprimento do dever de legalidade e, do mesmo modo, identificasse as práticas que vão além do cumprimento do referido dever e que consistem em práticas de responsabilidade social corporativa (ou da efetivação de interesse social ressignificado, se for o caso).

Não há dúvida de que a atuação da administração deve observar o escopo lucrativo da companhia. O que pode variar é justamente a possibilidade – para as companhias com interesse social ressignificado – de maior destinação de recursos para iniciativas que visem ao atendimento de interesses de terceiros (*stakeholders*) sem violação ao dever de não atuar em desvio de poder (isto é, atuar em sintonia com o interesse da companhia).

Naquelas companhias em que o interesse social foi alargado para contemplar também os interesses dos *stakeholders*, o quadro de deveres dos administradores (artigos 153 a 157 da Lei das S.A.) permanece hígido, mas com o acréscimo de que, em sua atuação, os administradores não devem tão somente "observar", mas efetivamente prestigiar os interesses dos *stakeholders*, ainda que dessa iniciativa possa decorrer diminuição da lucratividade, mas nunca a sua extinção, sob pena de impossibilidade de cumprimento do fim social e, por conseguinte, a razão da companhia existir.

Assim, é de suma importância que se estabeleça (por meio de políticas, diretrizes e até mesmo de metas aprovadas ou ratificadas pelos acionistas) em que medida a companhia considerará os interesses dos *stakeholders* em sua atuação, assim como os grupos de stakeholders contemplados.

Caso tal orientação para a atuação da administração não exista, deve o administrador atuar com razoabilidade para atender às demandas dos diversos grupos que são abarcados pelo interesse social e submeter-se ao escrutínio dos acionistas na assembleia geral ordinária.

Nesse contexto, endente-se que a atuação mais adequada da administração é no sentido de sempre conciliar os diversos interesses abarcados pelo interesse social. Não sendo possível, em cada caso, atender plenamente a todos, deve a administração zelar para que, no mínimo, não seja causado dano a qualquer dos grupos de interesse que integram o interesse social.

Foi possível concluir que, apesar de a ressignificação do interesse social gerar impactos nos deveres dos administradores, não há criação de novo dever propriamente dito para os administradores de companhia, mas sim uma necessidade de adequação da atuação dos administradores, em observância aos deveres que já lhes são impostos, para que, no curso ordinário de seus negócios, a companhia atenda adequadamente aos diversos grupos de interesses que integram o interesse social.

No que diz respeito aos possíveis impactos de eventual ressignificação do interesse social na responsabilidade dos administradores, conclui-se que o regime de responsabilidade em si não sofre qualquer modificação. O que ocorre é uma ampliação dos eventos que podem

vir a ensejar responsabilidade de administrador, em linha com o alargamento do interesse social e do aumento dos "beneficiários" dos deveres atribuíveis aos administradores.

Entende-se que a ressignificação do interesse social impõe a adoção de novas balizas para a aplicação da *business judgment rule*, notadamente, relacionadas do dever de diligência, passando-se a exigir que o administrador demonstre que buscou se informar adequadamente (e se assessorar com especialista, se for o caso), considerando os fatores ESG em geral e, especificamente, os interesses dos *stakeholders* abarcados pelo interesse social, no processo de tomada de decisão negocial.

Por tudo que foi exposto ao longo deste trabalho, foi possível concluir que a eventual responsabilidade decorrente do não cumprimento de medidas ESG divulgadas publicamente pela companhia não se trata de nova hipótese de responsabilidade do administrador de companhia, mas tão somente uma nova hipótese de incidência do sistema de responsabilidade já existente.

Especificamente no que diz respeito às metas ou compromissos ESG vinculados a títulos de dívida, verificou-se que o seu inadimplemento tende a gerar efeito adverso imediato para a companhia emissora, relacionado a prejuízos decorrentes da aplicação de penalidade prevista no título, a demandas indenizatórias por parte de investidores a, até mesmo, pelo aumento do custo do financiamento.

O administrador não poderá ser responsabilizado pelo descumprimento das metas ou compromissos ESG vinculados ao título de dívida emitido pela companhia, mas eventualmente pode sê-lo em razão de sua atuação, caso tenha ocasionado o mencionado descumprimento pela companhia, com geração de prejuízos. Nesse caso, deve responder perante a companhia por tais prejuízos, observado o sistema previsto nos artigos 158 e 159 da Lei das S.A.

REFERÊNCIAS

AMARAL, Pedro Camargo. **Responsabilidade Social Corporativa e Economia de Baixa Carbono: Relação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro no setor de minero metalúrgico brasileiro.** Rio de Janeiro, 2012. 154 p. Dissertação (Mestrado em Planejamento Ambiental). Programa de Pós-Graduação em Planejamento Energético, COPPE da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

ABBC. **Guia ESG ABBC** [livro eletrônico]: melhores práticas para o setor bancário. São Paulo: ABBC, 2022.

ABGI. **O que são os investimentos responsáveis?** 5 ago. 2021. Disponível em: http://brasil.abgi-group.com/radar-inovacao/artigos-estudos/o-que-sao-os-investimentos-responsaveis/. Acesso em: 7 set. 2022.

ABRAMOVAY, Ricardo. Em busca do capitalismo sustentável. **Folha de São Paulo**, 2012. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/colunas/1069934-em-busca-do-capitalismo-sustentavel.shtml. Acesso em 16 ago. 2022.

ABRASCA. **A Abrasca**. Disponível em: https://www.abrasca.org.br/abrasca/criacao-de-valor-compartilhado. Acesso em: 16 out. 2022.

_____. **Código ABRASCA**: autorregulação e boas práticas das companhias abertas. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/abrasca-15-10-2015/at_download/file. Acesso em: 16 out. 2022.

ADACHI, Vanessa. Eneva promete sair de carvão até 2040 e investir em captura de CO2 e hidrogênio. **Reset**. 8 fev. 2022. Disponível em: https://www.capitalreset.com/eneva-promete-sair-de-carvao-ate-2040-e-investir-em-captura-de-co2-e-hidrogenio/. Acesso em: 27 set. 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

ADMATI, Anat. Milton Friedman and the Need for Justice. *In:* Promarket. **Milton Friedman: 50 years later**. Chicago: Stigler Center, 2020. p. 117-122.

ALEIXO, Letícia S. P.; SILVA, Thalita V. G. e. O que é o "S" de ESG?. In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 309-331.

ALI, Lorraine. Big Pharma said there's 'no dose too high' to fight pain. But the costs keep mounting. **Los Angeles Times**, Los Angeles, 10 mai. 2021. Television. Disponível em: https://www.latimes.com/entertainment-arts/tv/story/2021-05-10/hbo-the-crime-of-the-century-sackler-purdue-opioid-alex-gibney. Acesso em 02 jul. 2022.

AMEC. Website institucional. Disponível em: https://amecbrasil.org.br. Acesso em: 26 set. 2022.

_____. Signatários. Disponível em: https://amecbrasil.org.br/stewardship/signatarios/ Acesso em: 26 set. 2022.
_____. Relatórios Stewardship. Disponível em: https://amecbrasil.org.br/stewardship/relatorios/. Acesso em: 26 set. 2022.
_____. CFA SOCIETY BRAZIL. **Código Brasileiro de Stewardship**. mai. 2021. Disponível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2021/12/Codigo-Brasileiro-de-Stewardship-e-Principios-1.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

AMEL-ZADEH, Amir; SERAFEIM, George. Why and How investors use ESG information: evidence from a global survey. **Financial Analysts Journal.** v. 74, n. 3, p. 87-103. Jul. 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310

ARARIPE, Jéssica de Alencar; ZELMANOVITS, Nei. Recomendações internacionais da IOSCO e a autorregulação da ANBIMA para fundos de investimento sustentável. **Boletim Revista dos Tribunais Online**, v. 23, jan. 2022.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. **Revista de Direito Privado.** São Paulo. n. 11, p. 157-162. jul/set. 2002.

ARMOUR, John. HANSZMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. **The anatomy of Corporate Law**: a comparative and functional approach. 3.ed. New York: Oxford University Press 2017.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS – ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros** (vigente a partir de 03.01.2022). 6 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm. Acesso em 31 mar. 2022.
_____. **ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis**. 1 out. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-define-criterios-para-identificar-fundos-sustentaveis.htm. Acesso em: 1 out. 2022.
_____. **Guia ASG:** incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. 2020. p. 7-31. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.
_____. **Guia ASG II:** Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento. 2022. p. 3-25. Disponível em: https://www.anbima.com.br. Acesso em: 12 set. 2022.
_____. **ESG**: investir em sustentabilidade deixou de ser "só mais uma ideia". 31 mai. 2022. Disponível em: https://comoinvestir.anbima.com.br/noticia/esg-investir-em-sustentabilidade-deixou-de-ser-so-mais-uma-ideia/. Acesso em: 28 set. 2022.
_____. **Regras e Procedimentos do Código de Administração de Recursos de Terceiros**. 12 set. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/73/80/92/B1/3EC11810C27A8F08882BA2A8/Consolidado%20das%20regras%20e%20procedimentos%20do%20Codigo%20ART.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

ASQUINI, Alberto. Il battelli del Reno. In: AA. VV. **Studi giuridici in memoria di Filippo Vassalli**. vol. I. Torino: UTET, 1960.

AZEVEDO, Rita. Emissão de títulos de dívida ESG cai 82% na América Latina no 2º trimestre. **Valor Econômico**. São Paulo, 29 jul. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/29/emisso-de-ttulos-de-dvida-esg-cai-82-pontos-percentuais-na-amrica-latina-no-2-tri.ghtml. Acesso em: 20 ago. 2022.

B3. **B3 divulga nova carteira do Índice Carbono Eficiente**. São Paulo, 4 jan. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ico2-b3-8AA8D0CD7DB66E03017E253F06077644.htm. Acesso em: 10 out. 2022.

_____. **Comparativo dos segmentos de listagem.** Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativo%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf. Acesso em 16 mar. 2022.

_____. **Diretrizes para Contabilização, Cálculo e Relato de Emissões de GEE para fins do ICO2**. 2 jun. 2017. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022.

_____. **Edital de Audiência Pública n° 01/2022 – DIE: Anexo ASG ao Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/21/E3/C0/52/D19F28101E311E28AC094EA8/20220817_B3%20ASG_Edital%20de%20Audiencia%20Publica.pdf. Acesso em: 15 set. 2022

_____. **Empresas listadas em bolsa terão regras para aumentar diversidade em diretoria e conselhos de administração**. São Paulo, 17 ago. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/audiencia-publica-asg.htm. Acesso em: 15 set. 2022

_____. **ESG Workspace**. Disponível em: https://esgworkspace.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022

_____. **Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em: 25 nov. 2022.

_____. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3).** Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em 16 mar. 2022.

_____. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3).** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3-composicao-da-carteira.htm.. Acesso em 10 out. 2022.

_____. **Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3**. nov. 2018. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022.

_____. **Market Data e Índices**: Índice Brasil 50 (IBrX 50 B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50.htm. Acesso em: 28 out. 2022.

_____. **Market Data e Índices**: Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm. Acesso em: 28 out. 2022.

_____. **Market Data e Índices**: Índice IGTPW B3 (IGTPW 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: 28 out. 2022

_____. **Metodologia do Índice de Carbono Eficiente**. 7 jul. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022

_____. **Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**. jul. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/. Acesso em: 14 set. 2022.

_____. Metodologia do índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **B3**, 2015. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/B2/F2/C9/24/98E615107623A41592D828A8/ISE-Metodologia-pt-br.pdf. Acesso em 16 mar. 2022.
_____. **O que é o ISE B3**. Disponível em: http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise. Acesso em: 14 set. 2022.
_____. **Novo Valor - Sustentabilidade nas empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/1A/D7/91/AF/132F561060F89E56AC094EA8/Guia-para-empresas-listadas.pdf. Acesso em 16 mar. 2022.
_____. **Produtos e Serviços ESG**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/indices-de-sustentabilidade/. Acesso em: 28 out. 2022
_____. Produtos e serviços ESG. Títulos temáticos ESG. Disponível em: https://www.b3.com.br/en_us/b3/sustainability/esg-products-and-services/green-bonds/. Acesso em: 8 out. 2022
_____. **Raio-x das 46 empresas que compõem a carteira ISE B3 2022**. São Paulo, 4 de janeiro de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ise-b3-2022.htm. Acesso em: 10 out. 2022
_____. **Sustetanbilidade.** Disponível em: https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/sustentabilidade. Acesso em 18 mar. 2022.

BAINBRIDGE, Stephen Mark. **Corporate Law**. 3. ed. Foundation Press, 2015.
_____. **Director Primacy: the means and ends of corporate governance.** fev. 2022. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=300860. Acesso em 7 ago. 2022.
_____. Director Primacy and Shareholder Disempowerment. **Harvard Law Review**, v. 119, 2006. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-25. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=808584. Acesso em 7 ago. 2022.
_____. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, Nashville, v. 57, n. 1, p. 83-130, 2019. p. 90-95.
_____. Making sense of the Business Roundtable's reversal on corporate purpose. 46 **Journal of Corporation Law** 285. p. 285-318, 2021. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3664078. Acesso em 7 ago. 2022.
_____. Why we should keep teaching Dodge v. Ford Motor Co. **Journal of Corporation Law** n. 48 (no prelo), UCLA School of Law, Public Law Research Paper No. 22-05 (April 19, 2022). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=4076182. Acesso em 06 jul. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **BIS Quarterly Review**. International banking and financial market developments. set. 2021. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109.pdf. Acesso em: 9 set. 2022.

BARBOSA, Marcelo. **Dever de diligência**: forma e conteúdo. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de F. (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. II. p. 51-64.
_____; LYRA, Zora. **Dever de diligência, razoabilidade e proporcionalidade**. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. II. p. 123-141.

BARBOSA, Mafalda Miranda. *Green bonds*: riscos e responsabilidade. **Revista de Direito da Responsabilidade**, Coimbra, ano 1, p. 834-861, 2019.

BARCELLOS, Ana Paula de. **A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: O princípio da dignidade da pessoa humana**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

BARRY, Eloise. Why Tesla CEO Elon Musk Is Calling ESG a 'Scam'. **Time**. Business. New York City, 25 mai. 2022. Disponível em: https://time.com/6180638/tesla-esg-index-musk/. Acesso em: 26 jul. 2022.

BEBCHUK, Lucian A. COHEN, Alma; HIRST, Scott. The agency problems of institutional investors. **Journal of Economic Perspectives**. V. 31. pp. 89-102, jun. 2017. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2982617. Acesso em: 26 set. 2022
_____; TALLARITA, Roberto. The Illusory Promise of Stakeholder Governance. **Cornell Law Review**, Vol. 106, p. 91-178, 2020. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3544978. Acesso em 29 mar. 2022.

BELINKY, Aron. Seu ESG É Sustentável? **GVExecutivo**. São Paulo, v. 20. n. 4. p. 35-44. out./dez. 2021.

BELTRÃO, Antônio F. G. **Direito Ambiental**. 2. ed. São Paulo: Editora Método, 2009.

BENÍCIO, Jeff. Pantanal critica política ambiental com cenas de queimadas e animais mortos. Imagens impressionam o público e reforçam o discurso pró-sustentabilidade de alguns personagens da novela. **Portal Terra**. 19 jun. 2022. Disponível em: https://www.terra.com.br/diversao/tv/pantanal-critica-politica-ambiental-com-cenas-de-queimadas-e-animais-mortos,fe3399eec216b78d3bcf11132d937ec258a1xo4d.html. Acesso em: 26 set. 2022.

BERLE JR., Adolf A. Corporate powers as powers in trust. **Harvard Law Review**. v. 44, n. 7, p. 1049-1074, mai. 1931.
_____; **The 20th century capitalist revolution**. Nova York: Harcourt, Brace, 1954.
_____; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BERNHOEFT, Renato. Origens da Governança. *In*: BERNHOEFT, Renato; GALLO, Miguel. **Governança na empresa familiar**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

BERNOW, S.; KLEMPNER, B; MAGNIN, C. **From 'why' to 'why not': sustainable investing as the new normal.** McKinsey & Company, 2017. Disponível em: https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal#. Acesso em 18 mar. 2022.

BERTÃO, Naiara. Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas. **Valor Econômico** e **O Globo**. São Paulo, 21 fev. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml. Acesso em: 24 ago. 2022.

BERTÃO FILHO, Ítalo. Conheça oportunidades e tendências para investimentos 'verdes'. Especialistas ouvidos pelo Prática ESG dizem que temas como créditos de carbono, bioeconomia e impacto social devem estar cada vez mais presentes nas discussões sobre dinheiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 ago. 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/08/10/conheca-oportunidades-e-tendencias-para-investimentos-verdes.ghtml. Acesso em: 10 set. 2022.

BESSANT, John; TIDD, Joe. **Innovation and Entrepreneurship**. 3. ed. Chichester: Wiley, 2018.

BETTARELLO, Flavio Campestrin. **Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BETTI, G.; CONSOLANDI, C.; ECCLES, R. G. The Relationship between Investor Materiality and the Sustainable Development Goals: A Methodological Framework. **Sustainability**. Basiléia, v. 10, 2248. p. 1-23. jun. 2018. Disponível em: https://doi.org/10.3390/su10072248. Acesso em: 20 ago. 2022.

BLACCONIERE, Walter G.; PATTEN, Dennis M. Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. **Journal of Accounting and Economics**. v. 18., n. 3., p. 357-378, nov. 1994.

BLACKROCK. **Carta de Larry Fink aos CEOs 2022**: O Poder do Capitalismo. 2022. Disponível em: https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 25 out. 2022.

_____. **Climate risk and the global energy transition**. Investment Sterwardship. fev. 2022. Disponível em: https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-commentary-climate-risk-and-energy-transition.pdf. Acesso em: 12 nov. 2022.

_____. **Investment Stewardship Annual Report**. January 1 – December 31, 2021. Disponível em: https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/annual-stewardship-report-2021.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

BLACKROCK. **Uma mudança estrutural nas finanças.** Disponível em https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter. Acesso em 16 mar. 2022.

BLOOMBERG. Gestores de ativos pedem regras claras para investimentos ESG. **Infomoney**, 22 jul. de 2021. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/ondeinvestir/gestores-de-ativos-pedem-regras-claras-para-investimentos-esg/. Acesso em: 24 ago. 2022.

BLOOMBERG NEWS. BlackRock navigates a divided America. **Bloomberg News**, 28 jan. 2022. Disponível em: https://esgclarity.com/blackrock-navigates-a-divided-america/. Acesso em: 30 set. 2022.

BOBBIO, Norberto. **Da estrutura à função**. Novos estudos de teoria do direito. Tradução de Daniela Beccaccia Versiani. São Paulo: Manole, 2007.

_____. Teoria da norma jurídica. Tradução de Fernando Pavan Baptista. São Paulo: EDIPRO, 2003.

Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp., 132 A. 442 (Del. Ch. 1926), aff'd, 140 A.2d 264 (Del. 1927). Disponível em: https://case-law.vlex.com/vid/bodell-v-gen-gas-888591184. Acesso em: 15 nov. 2022.

BOERSCH, A. **Doing good by investing well – Pension funds and socially responsible investment**: results of an expert survey. Allianz Global Investors International Pension Paper, n. 1, 2010. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1607730. Acesso em: 18 ago. 2022.

BOGLE, John C. The Modern Corporation and the Public Interest. **Financial Analysts Journal**. v. 74, n. 3, p. 8-17.

BOLTON, Patrick; DESPRES, Morgan; SILVA, Luiz Awazu Pereira da; SAMAMA, Frédéric; SVARTZNAN, Romain. **The green swan - Central banking and financial stability in the age of climate change.** BIS, 2020. Disponível em: https://www.bis.org/publ/othp31.pdf. Acesso em 16 mar. 2022.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro. v. 12, n. 24, p. 111-148. dez. 2005.

BOSCH-BADIA, Maria Teresa; MONTLLOR-SERRATS, Joan; TARRAZON, Maria Antonia. Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer. **Theoretical Economics Letters**, 3, p. 11-15, 2013. Disponível em: http://dx.doi.org/10.4236/tel.2013.33A003. Acesso em: 22 out. 2022.

BRAINBRIDGE, Stephen. **The New Corporate Governance in Theory and Practice**. Oxford: Oxford University, 2008. 264 p.

CRUZ, Branca Martins da. Importância da Constitucionalização do Direito ao Ambiente. In: BONAVIDES, Paulo; MORAES, Germana; ROSAS, Roberto (orgs.). **Estudos de Direito Constitucional em homenagem a Cesar Asfor Rocha (Teoria da Constituição, direitos fundamentais e jurisdição).** Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução Normativa BCB n° 153, de 15 de setembro de 2021. Estabelece as tabelas padronizadas para fins da divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC). Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

_____. Resolução BCB n° 139, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC). Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

_____. Resolução BCB n° 140, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a criação da Seção 9 (Impedimentos Sociais, Ambientais e Climáticos) no Capítulo 2 (Condições Básicas) do Manual de Crédito Rural (MCR). Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

_____. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN nº 4.945**, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em: 27 out. 2022

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS. **A Agenda ASG e o Mercado de Capitais**. Uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro: CVM, 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM n° 08/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 29 out. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim de mercado. Ano 9, vol. 89, mar. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta de Documentos de Companhias. Disponível em: https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c. Acesso em 26 ago. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08**: extrato da sessão de julgamento. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Data de julgamento: 14 dez. 2010. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016.** Relator: Diretor Henrique Machado. Data de julgamento: 3 nov. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20201103_PAS_19957010647 2019-97.html. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2016.** Relator: Diretor Henrique Machado. Data de julgamento: 3 nov. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20201103_PAS_19957011654 2019-14.html. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2016:** extrato da sessão de julgamento. Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de julgamento: 16 dez. 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/082016.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097**. Relatora: Diretora Maria Helena de Santana. Data de julgamento: 15 mar. 2007. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070315_PAS_RJ20050097.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443**. Relator: Pedro Marcílio de Souza. Data de julgamento: 10/05/2006. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 15 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510**. Relatora: Diretora Maria Helena de Santana. Data de julgamento: 04 abr. 2007. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070404_PAS_RJ20058510.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1760**. Relator: Diretor Pablo Renteria. Data de julgamento: 11/09/2018. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201751760.pdf. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, jun. 2002, p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de gestão do exercício de 2021. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-2021.pdf. Acesso em 1° abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 27, de 8 de abril de 2021. Dispensa a apresentação do boletim de subscrição em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários, dispõe sobre a apresentação de documento de aceitação no âmbito de ofertas públicas e revoga a Deliberação CVM nº 860, de 22 de julho de 2020. Disponível em: http://www.gov.br/cvm. Acesso em: 26 set. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: http://www.gov.br/cvm. Acesso em 31 mar. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 59, de 22 de dezembro de 2021. Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: http://www.gov.br/cvm. Acesso em 31 mar. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n° 08/2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN n° 4.943, de 15 de setembro de 2021. Altera a Resolução nº 4.557/2017, que dispõe sobre a estrutura de

gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações. Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN n° 4.944, de 15 de setembro de 2021. Altera a Resolução nº 4.606/2017, que dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5), os requisitos para opção por essa metodologia e os requisitos adicionais para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos. Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN n° 4.945, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 31 mar. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 5 dez. 2022.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em 29 mar. 2022.

BRASIL. PODER JUDICIÁRIO. CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. **Enunciado nº 86**. III Jornada de Direito Comercial. Brasília, 2019. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/1322. Acesso em: 11 nov. 2022.

BRASIL. SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Instrução Normativa Previc nº 35**, de 11 de novembro de 2020. Dispõe sobre a operacionalização de procedimentos previstos na Resolução do Conselho Monetário Nacional que trata das diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar e sobre a forma de cumprimento das obrigações em matéria de investimentos junto à Previc. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2020/instrucao-previc-no-35-de-11-de-novembro-de-2020.pdf/view. Acesso em: 27 out. 2022

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4. Turma). Recurso Especial 1.349.233/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Julgado em 6 nov. 2014. **DJe** 5 fev. 2015. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201201139565&dt_publicacao=05/02/2015. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3. Turma). Questão de Ordem na Medida Cautelar nº 10-102/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. **DJe** 29 out. 2007. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200500800745&dt_publicacao=29/10/2007. Acesso em: 16 nov. 2022.

BRIDGER, Graciela. **Governança Corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro.** São Paulo,

2006. 54 p. Dissertação (Mestrado de Finanças). Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A administração de companhias e a *business judgement rule***. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BRNOVICH, Mark. *Et al.* **[Correspondência]**. Destinatário: BlackRock Inc. 4 ago. 2022. Disponível em: https://www.texasattorneygeneral.gov/sites/default/files/images/executive-management/BlackRock%20Letter.pdf. Acesso em: 30 set. 2022.

BROCCARDO, Eleonora; HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. **Exit vs. Voice.** rev. Dez. 2021. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 694/2020. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/exit_vs._voice_december_2021.pdf. Acesso em 18 mar 2022.

BROCCARDO, Eleonora; HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. **Exit vs. Voice**. dez. 2020. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/exit_vs_voice_1230.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

BRUNEL PENSION PARTNERSHIP. **Brunel Asset Management Accord**. 2018. Disponível em: https://www.brunelpensionpartnership.org/wp-content/uploads/2018/11/Brunel-Asset-Management-Accord-2018.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.

BUSINESS ROUNDTABLE. Statement on the purpose of a Corporation. **Business Roundtable**, 2019. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationJuly2021.pdf. Acesso em 26 mar. 2022.
_____. Disponível em: https://www.businessroundtable.org/about-us. Acesso em 02 jul. 2022

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **BBR - Brazilian Business Review.** Vitória, v. 11. n. 1, p. 96-117. Jan/Mar. 2014.

CAMARGO, Fernanda. O custo por trás da indústria da moda é maior do que você pensa. Para que um setor consolidado se transforme, a mudança do lado de quem consome é necessária e urgente. **Portal E-Investidor. Estadão**. São Paulo. 17 jul. 2021. Disponível em: https://einvestidor.estadao.com.br/colunas/fernanda-camargo/impacto-ambiental-industria-moda. Acesso em: 30 ago. 2022.

CAMARGO, João Laudo de. Mercado de capitais e fundos de investimento socioambiental. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (orgs.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, v. V – Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 539-548.

CAMPINHO, Sérgio. Art. 2º. 9. Interesse, fim e objeto social. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 47.

_____. Art. 158. 6. A responsabilidade da companhia por ato ilícito do administrador. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 878-879.

CAMPOS, Lucila Maria de Souza; MELO, Daiane Aparecida. Indicadores de desempenho dos Sistemas de Gestão Ambiental (SGA): uma pesquisa teórica. **Produção.** São Paulo, v. 18, n. 3, p. 540-555. set./dez. 2008.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de administração e diretoria. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das companhias**. v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1084-1262.

CANARIS, Claus-Wilhelm. **Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito**. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2002.

CANDELORO, Ana Paula et al. **Governança corporativa em foco**: inovações e tendências para sustentabilidade das organizações. São Paulo: Saint Paul. 2014.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORREA, Rodrigo (Org.). **Governança corporativa**: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli, 2005.

CAPGEMINI RESEARCH INSTITUTE. **How sustainability is fundamentally changing consumer preferences**. Paris, 2021. Disponível em: https://www.capgemini.com/insights/research-library/how-sustainability-is-fundamentally-changing-consumer-preferences/. Acesso em: 28 mai. 2022.

CAPOBIANCO, Antonio; HANS, Christiansen. Competitive neutrality and state-owned enterprises: challenges and policy options. **OECD Corporate Governance Working Papers**, Paris, OECD Publishing, n. 1, 2011. Disponível em: http://dx.doi.org/10.1787/5kg9xfgjdhg6-en. Acesso em: 7 ago. 2017.

CARDOSO, Alessandro Mendes. **A responsabilidade social das empresas e o momento de crise**. **JOTA**, 2020. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilidade-social-das-empresas-e-o-momento-de-crise-26042020#_ftn3. Acesso em 16 mar. 2022.

CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 133, p. 81-120, jan./mar. 2004.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011.
_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2003.
_____. **Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.
_____; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. 17. ed. São Paulo: Paz e Terra, 2016.

CASTRO, Emília Lana de Freitas. **O direito internacional dos investimentos e a promoção do direito ao desenvolvimento**: reflexos na indústria do petróleo. Rio de Janeiro: Gramma, 2016.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **Art. 153**. 1. Conceituação do dever de diligência. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 800-801.

CAUTI, Carlo. BlackRock (BLAK34) é acusada de sacrificar interesses dos clientes em nome da agenda climática. **Exame**, 9 set. 2022. Disponível em: https://exame.com/invest/mercados/blackrock-interesses-clientes-agenda-climatica/. Acesso em: 30 set. 2022.

CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe. A nova realidade da indústria de fundos de investimentos no Brasil do ponto de vista legal e a respectiva incorporação dos aspectos ASG. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (orgs.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, v. V – Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 549-562.

CDP. **O mercado de capitais brasileiro e as mudanças climáticas**: ferramentas práticas. fev. 2022. Disponível em: https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/006/146/original/CDP-minirelatorio-mercadoscapitais-mudancasclimaticas.pdf?1647279512. Acesso em: 20 set. 2022

CERRANÇA, Thais. Ex-presidentes do BC e ex-ministros da Fazenda lançam carta por retomada verde na economia. **Folha de São Paulo**, 2020. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/07/ex-ministros-da-fazenda-cobram-retomada-verde-e-desmatamento-zero.shtml. Acesso em 16 mar. 2022.

CESAR, Marília de Camargo. Adesão ao #nãodemita cresce e já reúne mais de 1.600 empresas. **Valor Econômico**, 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/04/07/solidariedade-adesao-ao-naodemita-cresce-e-ja-reune-mais-de-1600-empresas.ghtml. Acesso em 16 mar. 2022.

CFA Society Brazil. Quem somos. Disponível em: https://cfasociety.org.br/quem-somos/cfa-society-brazil/. Acesso em: 26 set. 2022.

CHEN, Xin. Cosco incurs $800m write-down on tanker fleet**. Lloyd's List**, 24 de jan. 2022. Disponível em: https://lloydslist.maritimeintelligence.informa.com/LL1139621/Cosco-incurs-$800m-write-down-on-tanker-fleet. Acesso em: 19 ago. 2022.

CHESBROUGH, H.; BOGERS, M. Explicating Open Innovation. Clarifying an Emerging Paradigm for Understanding Innovation. In: CHESBROUGH, Henry; VANHAVERBEKE, Wim; WEST, Joel. **New Frontiers in Open Innovation**. New York: Oxford University Press, 2017. p. 3-28.

CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael. **From the stockholder to the stakeholder**: How sustainability can drive financial outperformance. Oxford: University of Oxford, Arabesque Partners, 2015. p. 12-48. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2508281. Acesso em: 24 out 2022.

COASE, R. H. **The Firm, the Market, and the Law**. Chicago: University of Chicago, 1990. 217 p.

COELHO, Fabio Ulhoa. A responsabilidade dos administradores das sociedades por ações. **Revista de Direito do Ministério Público**, Rio de Janeiro, n. 5, p. 68-91, 1997. p. 78.
_____. Art. 134. 2. Efeito liberatório da aprovação de contas dos administradores. In: COELHO, Fabio Ulhoa (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 649-652.

COFFEE, John C. The future of disclosure: ESG, common ownership, and systematic risk. **European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020**. 16 mar. 2021. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3678197. Acesso em: 24 mar. 2022.

COLLINS, James C.; PORRAS, I Jerry. **Built to last: Successful habits of visionary Companies**. Londres: Random House Press, 1994.

CONARD, Alfred F.; KNAUSS, Roberto L.; SIEGEL, Stanley. **Corporations**. Cases, statutes and analysis. 2.ed. New York: The Foundation Press, 1982, p. 77-83.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.
_____. **A afirmação histórica dos direitos humanos**. São Paulo: Saraiva, 2013.

CONSIGLIO, Sonia. O que o 6º Relatório do IPCC nos ensina sobre linguagem e mudança climática. **Valor Investe**, 2021. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/blogs/sonia-favaretto/post/2021/09/o-que-o-6o-relatorio-do-ipcc-nos-ensina-sobre-linguagem-e-mudanca-climatica.ghtml. Acesso em 18 mar. 2022.

COPOLA, Marina. Consulta pública da B3 sobre diversidade em conselhos é alvo de insultos. **O Globo**. 5 out. 2022. Disponível em: https://oglobo.globo.com/blogs/capital/post/2022/10/consulta-publica-da-b3-sobre-diversidade-em-conselhos-e-alvo-de-insultos.ghtml. Acesso em: 28 out. 2022.

COSTA E SILVA, Francisco da. As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as ações ordinárias, vantagens e preferências. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COUTO SILVA, Alexandre. **Responsabilidade dos administradores de S/A**. *Business judgement rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CUNHA, Leandro Reinaldo da; DOMINGOS, Terezinha de Oliveira. A responsabilidade da empresa como garantia do desenvolvimento econômico e social. In: SILVEIRA, Vladmir Oliveira da; MEZZAROBA, Orides (coords.). **Empresa, sustentabilidade e funcionalização do direito**. v. 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

DENNING, Steve. Why Stakeholder Capitalism will fail. **Forbes**, 2020. Disponível: https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2020/01/05/why-stakeholder-capitalism-will-fail/?sh=2dcce058785a. Acesso em: 16 mar. 2022.

DERANI, Cristiane. A propriedade na Constituição de 1988 e o conteúdo da função social. **Revista de Direito Ambiental.** São Paulo. v. 7., n. 27. p. 58-69. Jul./Set. 2002.

DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ) GMBH. **O mercado de finanças sustentáveis no Brasil em 2022**. Brasília: GIZ, fev. 2022.. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/03/FiBraS-Mercado-FinSustentaveis_2022.pdf. Acesso em: 16 out. 2022.

DIAS, Edson Aparecido; BARROS, Lucas Ayres. Sustentabilidade Empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. **Anais do XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro, 10 set. 2008. Disponível em: http://arquivo.anpad.org.br/abrir_pdf.php?e=ODk1Ng==. Acesso em 18 out. 2022.

DIAS, Reinaldo. **Gestão ambiental: responsabilidade social e sustentabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

DIAS, Rui Pereira; SÁ, Mafalda de. Deveres dos administradores e sustentabilidade. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v.16, n. 1, p. 107-151, jan./ago. 2021.

DODD JR., Edwin. Merrick. For whom are corporate managers trustees? **Harvard Law Review**. v. 45, n. 7, p. 1145-1163, mai. 1932.

DONAGGIO, Ângela Rita Franco. **Governança corporativa e novo mercado:** proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. 216 p.

DOS ANJOS FILHO, Robério Nunes. **Direito ao Desenvolvimento**. São Paulo: Saraiva, 2013.

DRUCKER, Peter F. **Concept of the Corporation**. New York: John Day Company, 1946.

DURKHEIM, Émile. **As regras do método sociológico.** São Paulo: Martins Fontes, 2007.

DWORKIN, Ronald. De que maneira o Direito se assemelha à literatura? In: DWORKIN, Ronald. **Uma questão de princípio**. 1.ed. São Paulo: Martins Fontes, 2000.
_____. Law, philosophy and interpretation. In: ATRIA, Fernando; MACCORMIK, D. Neil (Org.). **Law and legal interpretation.** Burlington: Ashgate Publishing Company, 2003.
_____. **O império do direito**. 1° ed. São Paulo: Martins Fontes, 1999.
_____. **Uma questão de princípio**. 1° ed. São Paulo: Martins Fontes, 2000.
_____. Hard Cases. **Harvard Law Review**. v. 88, n. 6, p. 1057-1109. abr. 1975.

EASTERBROOK, Frank. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University, 1996. 384 p.

ECCLES, Robert G. A critique of Tariq Fancy's critique of ESG investing: an interview with Clara Miller. **Forbes**, 1 out. 2021. Disponível em: https://www.forbes.com/sites/bobeccles/2021/10/01/a-critique-of-tariq-fancys-critique-of-esg-investing-an-interview-with-clara-miller/?sh=40b4fb67390d. Acesso em: 19 ago. 2022.

ECONOMIST IMPACT. **A oportunidade climática: um passo à frente da transição para as zero emissões líquidas na América Latina**. 15 abr. 2022. Disponível em: https://privatebank.jpmorgan.com/gl/pt/insights/investing/the-climate-opportunity-getting-ahead-of-latin-americas-net-zero-transition. Acesso em: 31 ago. 2022.

EDMAN, Alex. **Grow the pie: how great companies deliver both purpose and profit**. New York: Cambridge University Press, 2021.

EDMANS, Alex. What Stakeholder Capitalism can learn from Milton Friedman. *In:* Promarket. **Milton Friedman: 50 years later**. Chicago: Stigler Center, 2020. p. 11-15.

EGAN, Matt; KUZNIA, Robert. Fundo ativista tira dois conselheiros da petroleira Exxon em vitória pró-clima: A votação é um marco importante na batalha climática porque é a primeira campanha por direito de voto em uma grande empresa dos Estados Unidos. **CNN Brasil**. 27 mai. 2022. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/fundo-ativista-tira-dois-conselheiros-da-petroleira-exxon-em-vitoria-pro-clima/. Acesso em: 21 out. 2022.

EISENBERG, Melvin Aron. The duty of good faith in Corporate Law. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 31, n. 1, p. 1-76, 2006.
_____. The divergence of standards of conduct and standards of review in Corporate Law. **Fordham Law Review**, Nova York, v. 62, n. 3, p. 437-468, 1993.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
_____. Eleição de membro do conselho de administração para atuar como conselheiro de companhia não concorrente: inexistência de impedimento. In: EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário**: estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2016.
_____; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. São Paulo: Renovar, 2008.

ELLEN MACARTHUR FOUNDATION. **Economia Circular**. Disponível em: https://archive.ellenmacarthurfoundation.org/pt/economia-circular/conceito. Acesso em: 1 set. 2022.

ENEVA S.A. **Eneva Visão 2030**. 8 fev. 2022. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/6c663f3b-ae5a-4692-81d3-ab23ee84c1de/de5696d5-f47c-402e-175d-aa56398a7242?origin=2. Acesso em: 27 set. 2022.

ENGELMANN, Wilson; NASCIMENTO, Hérica C. P. O desenvolvimento dos direitos humanos nas empresas por meio do ESG como forma de qualificar as relações de trabalho. **Rev. Esc. Jud. TRT4**, Porto Alegre, v. 3, n. 6, p. 113-135, jul./dez. 2021.

Environmental, Social, and Governance (ESG) Principles and Criteria. **Investopedia**, 28 mai. 2022. Disponível em: https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp. Acesso em: 24 ago. 2022.

EQUIPE DE AUTORREGULAÇÃO DA ABRASCA. Fórum Abrasca. Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas. **Revista RI**, n. 191, mar./2015. Disponível em: https://www.revistari.com.br/191/951. Acesso em: 16 out. 2022.

ESTACA, José Nuno Marques. **O interesse da sociedade nas deliberações sociais**. Coimbra: Almedina, 2003.

FALLA, Naty. Consumidor valoriza engajamento das marcas mesmo sem saber o que é ESG. **Forbes**, 10 set. 2022. Disponível em: https://forbes.com.br/negocios/2022/09/consumidor-pode-nao-saber-o-que-e-esg-mas-valoriza-engajamento-das-marcas/. Acesso em: 7 out. 2022.

FANCY, Tariq. The secret diary of a sustainable investor. **MEDIUM**, 2021. Disponível em: https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-1-70b6987fa139. Acesso em 18 mar. 2022.

FARINA, Elizabeth; RODRIGUES, Luciano. **A Política Nacional de Biocombustíveis e os ganhos de eficiência no setor produtivo**. Caderno Opinião. FGV Energia: mar. 2018. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/. Acesso em: 8 out. 2022.

FÉLIX, Luiz Fernando Fortes. O ciclo virtuoso do desenvolvimento responsável. In: INSTITUTO ETHOS. **Responsabilidade social das empresas: a contribuição das universidades**. São Paulo: Peirópolis, 2003.

FERRARI, Graziela Maria Rigo; GARCIA, Ricardo Lupion. Função social da empresa: dimensão positiva e restritiva e responsabilidade social. **Revista jurídica**. Porto Alegre. v. 63, n. 451, p. 53-72. mai. 2015.

FERREIRA, Jussara Suzi Assis Borges Nasses. Função Social e Função Ética da Empresa. **Revista Jurídica da UniFil**. v. 2, n. 2, p. 67-85. Set. 2018.

FIESP. Confederações patronais favoráveis à reforma trabalhista. **Portal FIESP**, 13 mar. 2017. Disponível em: https://www.fiesp.com.br/siniem/noticias/confederacoes-patronais-favoraveis-a-reforma-trabalhista/. Acesso em: 12 dez. 2022.

FILIPPE, Mariana. Como ser sustentável? "Basta começar", diz chefe de ESG da Ikea. **Exame**. Lisboa, 30 jun. 2022. Disponível em: https://exame.com/esg/como-ser-sustentavel-basta-comecar-diz-chefe-de-esg-da-ikea/. Acesso em: 1 set. 2022.

FILHO, Ives Gandra Martins. Direitos Fundamentais: In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; MENDES, Gilmar Ferreira; NASCIMENTO, Carlos Valder do (coords.). **Tratado de direito constitucional**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 252-304.

FINK, Larry. BlackRock Inc. **Letter to CEOs**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 19 jan. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/19/letter-to-ceos-2/. Acesso em: 18 ago. 2022

FINK, Laurence D. **Uma mudança estrutural nas finanças**. Disponível em: https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 29 set. 2022.

FIUZA, Cesar. **Direito Civil: atualidades II**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

FORD, Brett Q.; MAUSS, Iris B.; GRUBER, June. Valuing happiness is associated with bipolar disorder. **Emotion**. v. 15, n. 2, p. 211-222. Abr. 2015.

FORGIONI, Paula Andrea. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Empresa, empresário e estabelecimento:** a nova disciplina das sociedades. São Paulo: Malheiros, 2009.
_____. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.
_____. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANCO, Julia D.; GAMA, Frederico C. N. da. Controles internos, dever de diligência e regra da decisão negocial (*business judgment rule*). In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. I. p. 637-644.

FRAZÃO, Ana. Art. 138. 1. Importância dos órgãos para as sociedades por ações. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 674-675.
_____. Art. 138. 4. A escolha brasileira em razão das características das sociedades por ações. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 678-679.
_____. Art. 153. 9. O conteúdo do dever de diligência. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 807-811.
_____. Art. 154: interesse social vinculado à função social da empresa. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 825-828.
_____. Art. 155. 1. O conteúdo do dever de lealdade. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 835-837.
_____. Art. 155. 4. Função social da empresa e ampliação dos destinatários do dever de lealdade. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 842-844.
_____. Art. 157. 1. Deveres de transparência e de informação. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 858-859.
_____. **Função social da empresa**. Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
_____. **O interesse social das companhias:** perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 79-109, dez. 2021.
_____; CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. Responsabilidade social empresarial. In: FRAZÃO, Ana (Org.). **Constituição, empresa e mercado**. Brasília: UnB, 2017, p. 200-223.

FREEMAN, E. Edward. The politics of stakeholder theory: some future directions. **Business Ethics Quarterly**. v. 4, n. 4, p. 409-421. Out. 1994.

_____.; HARRISON, Jeffrey S.; WICKS, Andrew C.; PARMAR, Bidhan L.; COLLE, Simone de. **Stakeholder Theory: the state of the art**. New York: Cambridge University Press, 2010.

FREIRE, Rochana Grossi. As cores do ESG: Azul da cor do mar. **Revista RI**, n. 260, abr. 2022. p. 6.

FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233. dez. 2015. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2699610. Acesso em: 16 out. 2022.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: LTC, 2014.
_____. 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 16 mar. 2022.

G1. 56% acham que capitalismo faz mais mal do que bem, aponta estudo. **G1**, 2020. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/02/13/56percent-acham-que-capitalismo-faz-mais-mal-do-que-bem-aponta-estudo.ghtml. Acesso em 18 mar. 2022.
_____. CEOs de empresas dos EUA ganham 324 vezes mais que funcionários; veja maiores remunerações. **Portal G1 Economia**. 20 jul. 2022. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/07/20/ceos-de-empresas-dos-eua-ganham-324-vezes-mais-que-funcionarios-veja-maiores-remuneracoes.ghtml. Acesso em: 12 dez. 2022.

G1 RS. Caso João Alberto: Carrefour lança edital de R$ 68 milhões para concessão de bolsas a estudantes negros: Documento é consequência do Termo de Ajustamento de Conduta (TAC) assinado pela rede de supermercados após morte de homem negro espancado por seguranças. **Portal G1 RS**. 4 ago. 2022. Disponível em: https://g1.globo.com/rs/rio-grande-do-sul/noticia/2022/08/04/caso-joao-alberto-carrefour-lanca-edital-de-r-68-milhoes-para-concessao-de-bolsas-a-estudantes-negros.ghtml. Acesso em: 21 out. 2022.

G1 SP. Caso Manchinha: Carrefour terá de depositar R$ 1 milhão em fundo para cuidados a animais: O fundo será criado pelo município de Osasco e será destinado a ações com animais. **Portal G1 SP**. 15 mar. 2019. Disponível em: https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2019/03/15/caso-manchinha-carrefour-tera-de-depositar-r-1-milhao-em-fundo-para-cuidados-a-animais.ghtml. Acesso em: 21 out. 2022.

GALLO, Giovanna Mazetto. Conheça o stewardship, dever fiduciário dos investidores institucionais. A importância da disseminação desse conceito e da criação do Código de Stewardship da Amec. **Capital Aberto**. 31 jan. 2020. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/stewardship-dever-fiduciario-dos-investidores-institucionais/. Acesso em: 26 set. 2022.

GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell''Economia**. Padova: Cedam, 1984.

GAMBINO, A. **Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni**. Milão: Giuffrè Editore, 1987.

GARCIA, Leonardo de Medeiros; THOMÉ, Romeu. **Direito Ambiental**. 2. ed. Salvador: JusPodium, 2010.

GENIN, Carolina; FRASSON, Caroline Medeiros Rocha. O saldo da COP26: o que a Conferência do Clima significou para o Brasil e o mundo. **WRI Brasil**, 21 nov. 2022. Disponível em: https://www.wribrasil.org.br/noticias/o-saldo-da-cop26-o-que-conferencia-do-clima-significou-para-o-brasil-e-o-mundo. Acesso em: 28 out. 2022.

GIERKE, Otto von. Sulla storia dei principio di maggioranza. **Rivista delle Società**, v. 6, p. 1103-1120, 1961.

GIRIDHARADAS, Anand. **Winners take all: the elite charade of changing the world**. New York: Alfred Knopf, 2018.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK. **Impact Investing**. Disponível em: https://thegiin.org/impact-investing/. Acesso em: 14 set. 2022.

Godbold v. Branch Bank, 11 Ala. 191 (1847). Disponível em: https://cite.case.law/ala/11/191/. Acesso em: 15 nov. 2022.

GOOGLE; MINDMINERS; SISTEMA B BRASIL. ESG: **A importância e os impactos da sigla pelas lentes de quem consome**. 2022. Disponível em: https://www.thinkwithgoogle.com/intl/pt-br/tendencias-de-consumo/tendencias-de-comportamento/esg-brasil-marcas-consumidor/. Acesso em: 7 out. 2022

GOMES, Rafael A. As certificações de responsabilidade socioambiental e a tutela das expectativas sociais. In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 293-308.

GOMES JÚNIOR, Silvio Figueiredo; GOMES, André Raeli. As vantagens da sustentabilidade empresarial. **INGEPRO**. v. 2, n. 6, p. 62-71. Ago. 2010.

GOMTSIAN, Suren. **Different visions of stewardship: understanding interactions between large investment managers and activist shareholders**. TILEC Discussion Paper No. DP 2021-002, 15 fev. 2021. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3787348. Acesso em: 26 set. 2022.

GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes. Dever de legalidade dos administradores de sociedades. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, n. 30, p. 1-87, jan./jun. 2022.

GOUVÊA, Carlos Portugal. **Governança corporativa e diversidade racial no Brasil**: um retrato das companhias abertas. 2022. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4077326. Acesso em: 09 out. 2022

GRANT THORNTON; BR RATING GOVERNANÇA. **Divulgações ESG**: o que as empresas de capital aberto estão reportando? mai. 2022. Disponível em: https://www.grantthornton.com.br/globalassets/1.-member-

firms/brazil/6.insights/pdf/divulgacoes-esg_o-que-as-empresas-de-capital-aberto-estao-reportando.pdf. Acesso em: 16 out. 2022

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2003. 327 p.

GREGORI, Mônica. Sustentabilidade na boca do povo. Novela Pantanal leva tema ambiental para a casa das famílias brasileiras. **Meio & Mensagem**. 10 ago. 2022. Disponível em: https://www.meioemensagem.com.br/home/opiniao/2022/08/10/sustentabilidade-na-boca-do-povo.html. Acesso em: 26 set. 2022.

GRIZZI, Ana Luci. O E do ESG: validação, harmonização e filtros negativos. **Reset**, 10 set. 2020. Disponível em: https://www.capitalreset.com/o-e-do-esg-validacao-harmonizacao-e-filtros-negativos/. Acesso em: 28 set. 2022.
_____. CVM vai na contramão do mundo e fica para trás em regulação ESG. **Portal Reset**, 15 dez. 2021. Disponível em: https://www.capitalreset.com/cvm-vai-na-contramao-do-mundo-e-fica-para-tras-em-regulacao-esg/. Acesso em: 12 out. 2022.

GT INTERAGENTES. **Código Brasileiro de Governança Corporativa**: companhias abertas. São Paulo: IBGC, 2016.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Relatório de Sustentabilidade 2021**. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0c51b75c-1d63-4db0-85ed-6a34ac67fccc/4f77fb77-4110-3283-5ed4-90b2ed8f0beb?origin=2. Acesso em: 28 set. 2022

GUERRA, Sandra. **A caixa-preta da governança**. Rio: Best Business, 2017.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 20, n. 42, p. 69-88, 1981.
_____. Sobre a interpretação do objeto social. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, 1984, n. 54, p. 67-72, abr./jun. 1984.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for Corporate Law. **Harvard Law School Discussion Paper nº 20**. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.

HART, Herbert Lionel Adolphus. **The concept of law**. 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 1964.

HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. Companies should maximize shareholder welfare nor market value. **Journal of Law, Finance and Accounting**. v. 2, p. 247-274. 2017.

HART, Stuart L.; MILSTEIN, Mark B. Criando Valor Sustentável. **Gvexecutivo**. v. 3, n. 2, p. 65-79. Maio/Jul. 2004.

HAURIOU, Maurice. **A teoria da instituição e da fundação**. Ensaio de Vitalismo Social. Tradução de José Ignácio Coelho Mendes Neto. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2009.

HAUSSMANN, Fritz. **Von Aktienwesen und von Aktienrecht**. Mannheim: J. Bensheimer, 1928.

HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTALL, Robin. **Five ways that ESG creates value**. Nova York: McKinsey Quarterly, nov. 2019. Disponível em: https://www.mckinsey.com. Acesso em: 19 ago. 2022.

HERBST-BAYLISS, Svea. Exclusive: BlackRock backs 3 dissidents to shake up Exxon board-sources. **Reuters**. 25 mai. 2021. Disponível em: https://www.reuters.com/business/energy/exclusive-blackrock-backs-three-director-nominees-challenging-exxons-board-2021-05-25/. Acesso em: 21 out. 2022.

HESPANHA, António Manuel. **A cultura jurídica europeia:** síntese de um milênio. Coimbra: Almedina, 2012. p. 424-425.

Hodges v. New England Screw Co., 1 R.I. 312 (1850). Disponível em: https://case-law.vlex.com/vid/1-r-i-312-625876826. Acesso em: 15 nov. 2022.

HOLLAND, Randy J. Delaware directors' fiduciary duties: the focus on loyalty. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, Filadélfia, v. 11, n. 3, p. 675-701, 2009.

HUBBARD, R. Gleen. O'BRIEN, Anthony Patrick. **Introdução à Economia**. 2. ed. atualizada. São Paulo: Bookman, 2010.

HUDSON, Michael. **Killing the host: how financial parasites and debt bondage destroy the global economy**. Petrolia: Counterpunch, 2015.

ICGN Model Mandate Initiative. **International Corporate Governance Network**, 2012. Disponível em: https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/intentionalendowments/pages/27/attachments/original/1420777456/ICGN_Model_Mandate_Initiative.pdf?1420777456. Acesso em 18 mar. 2022.

IMPAX ASSET MANAGEMENT. History. **IMPAX AM**. Disponível em: https://impaxam.com/about-us/history. Acesso em 18 mar. 2022.

ICMA. **Social Bond Principles**: voluntary process guidelines for issuing social bonds. jun. 2021. Disponível em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/6fb7d3be-9e88-49a1-bbca-c28c1ccaa7ca/SBP+June+2021.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nDR.lQ9. Acesso em: 27 set. 2022.

In Re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693 (2005). Disponível em: https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-in-re-walt-disney-co-derivative-litig. Acesso em: 15 nov. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Boas práticas para uma agenda ESG nas organizações**. IBGC: São Paulo, 2022,

_____ (Coord.). **Código Brasileiro de Governança Corporativa:** companhias abertas. São Paulo: IBGC, 2016.
_____. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
_____. **Mapeando a regulação sobre *disclosure* ESG para companhias de capital aberto em mercados desenvolvidos** São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2022.
_____. **O IBGC**. Disponível em: https://www.ibgc.org.br/quemsomos. Acesso em: 15 out. 2022.
_____. **Princípios que geram valor de longo prazo**. Disponível em: https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa. Acesso em 16 mar. 2022.
_____. **Uma década de governança corporativa:** história do IBGC, marcos da governança e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul Ed., 2006.

INSTITUTO C&A. Voluntariado. Informações disponíveis em: https://institutocea.org.br/voluntariado/. Acesso em: 1 set. 2022

INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE – IPCC. **Climate Change 2014 Synthesis Report**. Contribution of Working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, R.K. Pachauri and L.A. Meyer (eds.)]. IPCC: Genebra, 2014.

IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. **Harvard Business School Research Working Paper no. 11-100**, 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799589. Acesso em 16 mar. 2022.

IOSCO. **Report on sustainability-related issuer disclosures**. Final Report. jun. 2021. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf. Acesso em: 29 set. 2022.

IRB BRASIL RE. **Fatos relevantes, comunicados ao mercado, avisos aos acionistas e comunicação sobre demandas societárias**. 2022. Disponível em: https://ri.irbre.com/informacoes-financeiras/fatos-relevantes-comunicados-ao-mercado-e-avisos-aos-acionistas-comunicacao-sobre-demandas-societarias/. Acesso em: 15 nov. 2022.

JACOBY, Neil H. **Corporate power and social responsibility**. A blueprint for the future. New York: Macmillan, 1973.

JAEGER, Pier Giusto. **L'Interesse Sociale**. Milão: Giuffrè Editore, 1972.
_____. Interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**. vol. 27, fascículo 6. Milão: Giuffrè Editore, p. 795-812, 2000.

JAMALI, Dima; SAFIEDDINE, Asem M; RABBATH, Myriam. Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships. **Corporate governance: an international review**. v. 16, n. 5, p. 443-459. Out. 2008.

JAMES, Chris. Don't Sell Your Fossil-Fuel Stock If You Want to Make a Climate-Change Difference in 2022. **Time**. 11 jan. 2022. Disponível em: https://time.com/6138266/fossil-fuel-divestment-downside/. Acesso em: 26 set. 2022.

JARDAT, Rémi. Maurice Hauriou, théoricien de l'institution et inspirateur de statuts mutualistes. **Revue internationale de l'économie sociale**, n. 312, p. 70-83. 2009.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360. jul. 1976.

JORDAN, Cally; HUGHES, Pamela. Which way for market institutions: the fundamental question of self-regulation. **Berkeley Business Law Journal**, Berkeley, v. 4, n. 2. p. 205-226. 2007. Disponível em: https://lawcat.berkeley.edu/record/1120986. Acesso em: 14 out. 2022.

KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. 8.ed. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2009.

KNOEPFEL, Ivo; HAGART, Gordon. **Future Proof?** Embedding environmental, social and governance issues in investment markets. Outcomes of the Who Cares Wins Initiative 2004–2008. International Finance Corporation. Federal Department of Foreign Affairs (Switzerland). Global Compact. Zurich: onValues Ltd., Jan. 2009. Disponível em: https://www.onvalues.ch/images/publications/09-01_WCW08_report_WEB.pdf. Acesso em: 26 ago. 2022.

KONDER, Carlos Nelson. Apontamentos iniciais sobre a contingencialidade dos institutos de Direito Civil. In: MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; MEIRELES, Rose Melo Vencelau (Org.). **Direito Civil**, p. 31-48. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015.

KPMG. **Gerenciamento de riscos**. Os principais fatores de risco divulgados pelas empresas abertas brasileiras. 6. ed. 2021. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2021/05/Gerenciamento%20de%20Riscos.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

KROSINSKY, Cary. **The short guide to sustainable investing**. Oxford: Greenleaf, 2013.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. **Mercados de Carbono**. Rio de Janeiro: Lab, abr. 2022. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/05/LAB-Trilha-Mercados-de-Carbono.pdf. Acesso em: 23 set. 2022.

LAGO, Felipe Chagas Villasuso. Iniciativas legais para o desenvolvimento da governança corporativa no mercado financeiro e de capitais brasileiro. **Revista de Direito Empresarial (RT ONLINE)**, São Paulo, v. 6, p. 1-12, nov./dez. 2014.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. 80 p.

LAMY FILHO, Alfredo. A função social da empresa e o imperativo de sua remuneração. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, n. 190, p. 54-60, 1992.
_____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. I.

_____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LANDIER, Augustin; LOVO, Stefano. **ESG Investing: How to Optimize Impact?** HEC Paris Research Paper No. FIN-2020-1363. 30 jan. 2020. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3508938. Acesso em: 28 set. 2022.

LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. Tradução de José Lamego. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997

LATIN AMERICA CLIMATE LAWYERS INITIATIVE FOR MOBILIZING ACTION – LACLIMA. FGV DIREITO SP. **Stewardship climático no Brasil**. Um guia para investidores. 2022. Disponível em: https://laclima.org/files/guia-stewardship-climatico-brasil-LACLIMA-FGVSP.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.

LEE, Paul. A review of the theories of corporate social responsibility: its evolutionary path and the road ahead. **International Journal of Management Reviews**. v. 10, n. 1, p. 53-73. Dez. 2007.
_____. CFA Society of the UK. **ESG Investing Official Training Manual.** 2. ed. Investment mandates, Portfolio analytics and client reporting. 2020.
_____. Engagement and stewardship. In: CFA SOCIETY OF THE UK. **Certificate in ESG investing curriculum**. 2. ed. London: CFA, 2020.

LEE, Yun Ki. Marcos Legais do ESG. **Jota**, 18 abr. 2022. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/praticas-esg/marcos-legais-do-esg-18042022. Acesso em: 11 out. 2022

LIMA, Monique. Salário anual médio de CEOs de empresas do Ibovespa é de R$ 12,57 milhões. **Forbes**, 2022. Disponível em: https://forbes.com.br/forbes-money/2022/08/ceos-de-empresas-do-ibovespa-recebem-111-vezes-mais-que-os-funcionarios/. Acesso em: 12 dez. 2022.

LIMA, Rafael. **Inovação no setor químico brasileiro – desafios técnicos, captação de recursos financeiros e ESG**. A indústria química brasileira é atualmente a sexta maior do mundo. 31 mar. 2021. Disponível em: https://brasil.abgi-group.com/radar-inovacao/noticias/inovacao-no-setor-quimico-brasileiro-desafios-tecnicos-captacao-de-recursos-financeiros-e-esg/. Acesso em: 09 set. 2022.

LIPTON, Martin. Directors have a duty to look beyond their shareholders. **Financial Times**, 17 set. 2019. Disponível em: https://www.ft.com/content/6e806580-d560-11e9-8d46-8def889b4137. Acesso em: 7 ago. 2022.
_____; SAVITT, William; CAIN, Karessa L. On the purpose of the corporation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 27 mai. 2020. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/27/on-the-purpose-of-the-corporation/. Acesso em 7 ago. 2022.
_____. Beyond Friedman's doctrine: the true purpose of business corporation. In: ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher. **Milton Friedman 50 Years Later**. Chicago: Promarket, 2020. p. 22-25. Disponível em: https://www.promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/. Acesso em 7 ago. 2022.

_____. Further on the purpose of the corporation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 20 jul. 2021. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/20/further-on-the-purpose-of-the-corporation/. Acesso em 7 ago. 2022.
_____. Stakeholder capitalism and ESG as tools for sustainable long-term value creation. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 11 jun. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/06/11/stakeholder-capitalism-and-esg-as-tools-for-sustainable-long-term-value-creation/. Acesso em 7 ago. 2022

LOBO, Jorge Joaquim. Princípios de governança corporativa. **Revista da EMERJ**, Rio de Janeiro, n. 37, v. 10, p. 198-220, 2007.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa:** o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2000. 190 p.

LOUETTE, Anne (org.). **Compêndio para a sustentabilidade: ferramentas de gestão e responsabilidade socioambiental**. São Paulo: Antakarana Cultura Arte e Ciência, 2007.

MACEY, Jonathan R. **Corporate Governance:** Promises Kept, Promises Broken. Princeton: Princeton University Press, 2008. 344 p.

MACHADO, Paulo Affonso Leme. **Direito Ambiental Brasileiro**. 20. ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes. **ISE - Sustentabilidade no Mercado de Capitais**. São Paulo: Report Editora, 2010.

MARS, Amanda. A crise dos opiáceos: veneno para a economia norte-americana. **El País**, Washington, 29 dez. 2017. Economia. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2017/12/27/economia/1514407222_099823.html. Acesso em 02 jul. 2022.

MARUCH, Andre. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional: 1ª parte. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 43, v. 12, p. 127-144, 2009.
_____. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional: 2ª e última parte. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 44, v. 12, p. 126-156, 2009.

MASCARENHAS, Maria Paula Vilhena; COSTA, Cristiana dos A. Fernandes. Responsabilidade Social e Ambiental das Empresas: uma perspectiva sociológica. **Latitude**. v. 7, n. 2, p. 141-167. 2011.

MATSUE, Carla. Estudo mostra quais são as empresas campeãs em ESG do Brasil na opinião de consumidores. **Valor Investe**. São Paulo, 15 de jun. de 2022. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/06/15/estudo-mostra-quais-sao-as-empresas-campeas-em-esg-do-brasil-na-opiniao-de-consumidores.ghtml. Acesso em: 7 out. 2022.

MAUSS, Iris B.; TAMIR, M.; ANDERSON, C. L.; SAVINO, N. S. Can seeking happiness make people unhappy? Paradoxical effects of valuing happiness. **Emotion**. v. 11, n. 4, p. 807-815. 2011.

MAYER, Colin. **Shareholderism Versus Stakeholderism** – a Misconceived Contradiction. A Comment on 'The Illusory Promise of Stakeholder Governance' by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 522/2020, June 3, 2020. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3617847. Acesso em 2 jul. 2022.

MAZZUCATO, Mariana. Financing the Green New Deal. **Nature Sustainabily**. London, v. 5. p. 93–94. fev. 2022. p. 93. Disponível em: https://www.nature.com/articles/s41893-021-00828-x. Acesso em: 19 ago. 2022.
_____; MCPHERSON, Martha. **The Green New Deal**: A bold mission-oriented approach. IPP Policy Brief. dez. 2018. Disponível em: https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp-pb-04-the-green-new-deal-17-12-2018_0.pdf. Acesso em: 25 ago. 2022.

MEADOWS, D. *et al*. **The limits to growth**. Nova York: Universe Books, 1972. Disponível em: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/. Acesso em: 16 ago. 2022.

MELO NETO, Francisco Paulo de; FROES, César. **Responsabilidade Social & Cidadania Empresarial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

MILLARD, Éric. Hauriou et la théorie de l'institution. **Droit et société**, n. 30-31, p. 381-412, 1995.

MENEZES, Mauricio Moreira. Companhia Institucional? In: TAVARES, Marcelo Leonardo. (Org.). **Empresa e atividades econômicas**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015, p. 78-79.

MIREMADI, Mehdi; MUSSO, Christopher; WEIHE, Ulrich. How much will consumers pay to go green? **McKinsey Quarterly**, Out. 2012. Disponível em: https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/business%20functions/sustainability/our%20insights/how%20much%20will%20consumers%20pay%20to%20go%20green/how_much_will_consumes_pay_to_go_green.pdf?shouldIndex=false. Acesso em 18 mar. 2022.

MONEY TALKS: **The backlash against ESG investing**. Entrevistados: Tariq Fancy, Lisa Woll e Henry Tricks. Entrevistadores: Alice Fulwood, Soumaya Keynes e Mike Bird. The Economist, 20 jul. 2022. Podcast. Disponível em: https://www.economist.com/esg-pod. Acesso em: 22 jul. 2022.

NAÇÕES UNIDAS BRASIL. **Guia para a COP26:** O que é preciso saber sobre o maior evento climático do mundo. 1 nov. 2021. Disponível em: https://brasil.un.org/pt-br/156377-guia-para-cop26-o-que-e-preciso-saber-sobre-o-maior-evento-climatico-do-mundo. Acesso em: 28 out. 2022.

NATURA. Natura gera benefícios à sociedade de R$ 1,5 para cada R$ 1 de receita. Entenda. **Capital Reset**. 2 jun. 2022. Disponível em: https://www.capitalreset.com/natura-gera-beneficios-a-sociedade-de-r-15-para-cada-r-1-de-receita-entenda/. Acesso em: 21 out. 2022.

NINIAN, Andrew. Investment Association Press release: Investors stand with UK PLC in Letter of Support to FTSE Chairs. **THEIA**, 2020. Disponível em: https://www.theia.org/media/press-releases/investors-stand-uk-plc-letter-support-ftse-chairs. Acesso em 18 mar. 2022.

NOBRE, Marcos. Desenvolvimento sustentável: origens e significado atual. *In:* NOBRE, Marcos; AMAZONAS, Maurício de C. (orgs.). **Desenvolvimento sustentável: a institucionalização de um conceito**. Brasília: Ed. IBAMA, 2002.
NUNES, António José Avelãs. **Industrialização e desenvolvimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 687 p.
_____. **Neoliberalismo e direitos humanos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. 140 p.

OCDE. **Due Diligence Policy Hub**. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/due-diligence-policy-hub.htm. Acesso em: 02 out. 2022.
_____. **Guia da OCDE de devida diligência para uma conduta empresarial responsável**. 2018. Disponível em: http://mneguidelines.oecd.org/guia-da-ocde-de-devida-diligencia-para-uma-conduta-empresarial-responsavel-2.pdf. Acesso em: 02 out. 2022.
_____. **Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2022. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm. Acesso em: 23 set. 2022.
_____. **The role of sustainability initiatives in mandatory due diligence**: note for policy makers. 2022. Disponível em: https://mneguidelines.oecd.org/the-role-of-sustainability-initiatives-in-mandatory-due-diligence-note-forpolicy-makers.pdf. Acesso em: 02 out. 2022.

O'HAGAN, Sean. Interview. Patrick Radden Keefe on exposing the Sackler family's links to the opioid crisis. **The Guardian**, 27 fev. 2022. The Observer. Disponível em: https://www.theguardian.com/us-news/2022/feb/27/empire-of-pain-patrick-radden-keefe-sackler-opioid-crisis-oxycontin. Acesso em 02 jul. 2022.

OIOLI, Erik Frederico. A compatibilização entre persecução de práticas ESG e o interesse social. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, v. 13, p. 85-109, mai. 2020.

ONU. Convenção Quadro sobre Mudança do Clima FCCC/CP/2015/L.9/Rev.1. **Adoção do Acordo de Paris**. Organização das Nações Unidas, 12.12.2015. Disponível em: https://brasil.un.org/sites/default/files/2020-08/Acordo-de-Paris.pdf. Acesso em 26 mar. 2022.
_____. **Gestão dos resíduos sólidos é chave para desenvolvimento sustentável da América Latina**. 17 mar. 2022. Disponível em: https://brasil.un.org/pt-br/175171-gestao-dos-residuos-solidos-e-chave-para-desenvolvimento-sustentavel-da-america-latina. Acesso em: 31 ago. 2022.
_____. **Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future**. Organização das Nações Unidas, 1987). Disponível em: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf. Acesso em 26 mar. 2022.
_____. **Report of the United Nations Conference on Environment and Development**. Organização das Nações Unidas, 1992. Disponível em:

https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.

_____. Resolution A/RES/66/288. **The future we want**. Organização das Nações Unidas, 2012. Disponível em: https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/66/288&Lang=E. Acesso em 26 mar. 2022.

_____. Resolution A/RES/70/1. **The 2030 Agenda**. Organização das Nações Unidas, 2015. Disponível em: https://undocs.org/en/A/RES/70/1. Acesso em 26 mar. 2022.

_____. THE GLOBAL COMPACT. **Report Who Cares Wins**: Connecting financial markets to a changing world. Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage. Organização das Nações Unidas/Swiss Federal Department of Foreign Affairs, 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 17 jul. 2022.

_____. UNCED - Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento (1992). **Agenda 21 (global)**. Brasília: Ministério do Meio Ambiente – MMA. Disponível em: https://antigo.mma.gov.br/responsabilidade-socioambiental/agenda-21/agenda-21-global.html. Acesso em 26 mar. 2022.

_____. UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME. **From Pollution to Solution**: A Global Assessment of Marine Litter and Plastic Pollution. 2021. Disponível em: https://www.unep.org/pt-br/resources/da-poluicao-solucao-uma-analise-global-sobre-lixo-marinho-e-poluicao-plastica. Acesso em: 31 ago. 2022.

_____. UN ENVIRONMENT PROGRAMME. **Relatório da ONU sobre poluição plástica alerta sobre falsas soluções e confirma necessidade de ação global urgente**. Nairóbi, 21 out. 2021. Disponível em: https://www.unep.org/pt-br/noticias-e-reportagens/comunicado-de-imprensa/relatorio-da-onu-sobre-poluicao-plastica-alerta-sobre. Acesso em: 31 ago. 2022.

_____. UNFCCC. Conference of the Parties (COP). **Paris Agreement**. 2015. A tradução para o português do documento final pode ser encontrada em: https://brasil.un.org/pt-br/node/88191. Acesso em: 17 ago. 2022.

_____. UNFCC. **What is the United Nations Framework Convention on Climate Change?** Disponível em: https://unfccc.int/process-and-meetings/the-convention/what-is-the-united-nations-framework-convention-on-climate-change. Acesso em: 17 ago. 2022.

_____. **United Nations Framework Convention on Climate Change**. 1992. Disponível em: https://unfccc.int/files/essential_background/background_publications_htmlpdf/application/pdf/conveng.pdf . Acesso em: 17 ago. 2022.

PACTO GLOBAL. Rede Brasil. **ESG**. Disponível em: https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg. Acesso em: 23 ago. 2022.

PARENTE, Flavia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. Governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 15, p. 81-90, jan./mar. 2002.

Partido Verde da Alemanha aprova acordo de coalizão (DEUTSCHE WELLE (DW), 6 dez. 2021. Disponível em: https://www.dw.com/pt-br/partido-verde-da-alemanha-aprova-acordo-de-coaliz%C3%A3o/a-60035395. Acesso em: 25 ago. 2022.

PAULA, Marcelo de. Responsabilidade é o novo mantra. **Istoé Dinheiro**, 2020. Disponível em: https://www.istoedinheiro.com.br/reponsabi-lidade-e-o-novo-mantra. Acesso em 16 mar. 2022.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Natureza jurídica da companhia. **Revista de Direito Renovar**. n. 12, p. 105–120. Rio de Janeiro: Renovar, set./dez., 1998.
_____. Responsabilidade civil do Diretor de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996 , 2º v., parte III: pareceres. p. 404-414.
_____. Sistema jurídico da companhia. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. I. p. 161-192.
_____; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das demonstrações financeiras, tomadas de contas dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para propositura da ação de responsabilidade. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 41-63.

PEREIRA, Carlo. O ESG é uma preocupação que está tirando seu sono? Calma, nada mudou. **Exame**, São Paulo, 8 de outubro de 2020. Disponível em: https://exame.com/colunistas/carlo-pereira/esg-o-que-e-como-adotar-e-qual-e-a-relacao-com-a-sustentabilidade/. Acesso em: 18 ago. 2022.

PETROBRAS. **Comunicados ao mercado**. 2017. Disponível em: https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/comunicados-ao-mercado/. Acesso em: 15 nov. 2022.

PINTO, Leonardo. **A Era do ESG: Investimentos e negócios além do lucro. Expert XP**, 2020. Disponível em: https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/a-era-do-esg-investimentos-e-negocios-alem-do-lucro. Acesso em 18 mar. 2022.

POLLMAN, Elizabeth. **The origins and consequences of the ESG Moniker**. Research Paper No. 22-23. University of Pennsylvania Carey Law School. Institute for Law and Economics. 2022, Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files/Paper%3A%20Elizabeth%20Pollman.pdf. Acesso em: 18 jul. 2022.

PORTER, Michael E.; KRAMER, Mark R. Strategy & Society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, 84, pp. 1-17, dez. 2006. Disponível em: https://hazrevista.org/wp-content/uploads/strategy-society.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

PORTILHO, Raphaela M. R. **A interação entre empresários e universidades para pesquisa, desenvolvimento e inovação: possível aplicação e efetividade dos *Lambert Agreements* no Brasil. 2020**. 370 f. Tese (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro,

Faculdade de Direito, Rio de Janeiro, 2020.

PREVIC. **Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na previdência complementar fechada**. 2019. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/novo-guia-previc-melhores-praticas-de-investimentos.pdf/view. Acesso em: 12 out. 2022

_____. **Relatório Completo ASG**: panorama de utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC. 2021. Disponível em: https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/pesquisa-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg/relatorio-completo-utilizacao-dos-fatores-asg-1-1.pdf. Acesso em: 12 out. 2022.

PRI – PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **Princípios para o investimento responsável (PRI)**. Londres: PRI, 2019. Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=10969. Acesso em 29 mar. 2022.

_____. Attributing performance to ESG factors. **Principles for Responsible Investment.** 2016. Disponível em: https://www.unpri.org/listed-equity/attributing-performance-to-esg-factors/742.article. Acesso em 18 mar. 2022.

_____. Reporting Framework Main definitions. **Principles for Responsible Investment.** 2018. Disponível em: https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/i/m/n/maindefinitionstoprireportingframework_127272_949397.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.

_____. **What are the Principles for Responsible Investment?** Disponível em: https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment. Acesso em: 26 ago 2022.

_____. What is responsible investment? **Principles for Responsible Investment.** Disponível em: https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article. Acesso em 18 mar. 2022.

PWC BRASIL. **Divulgações de ESG no Ibovespa**. 2021. Disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/2021/esg-ibovespa-interativo.pdf. Acesso em: 8 out. 2022.

RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Trad. e introd. de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 41, n. 128, p. 199-223, out./dez. 2002.

REDECKER, Ana Cláudia. Da aplicação do princípio da função social da empresa na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça. **Revista Jurídica Luso Brasileira**. v. 5, n. 5, p. 21-46. 2009.

_____; TRINDADE, Luiza de Medeiros. Práticas de ESG em sociedades de capital aberto: um diálogo entre a função social instituída pela Lei nº. 6.404/76 e a geração de valor. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**. Lisboa, ano 7, n. 2, p. 59-125, 2021.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2007. 190 p.

_____. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 41, n. 127, p. 165-174, jan./mar. 2002.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp., 14 Del. Ch. 193, 126 Adt. 46 (1924). Disponível em: https://casetext.com/case/robinson-v-pittsburgh-oil-ref. Acesso em: 15 nov. 2022.

ROCHA, Daniel. Mulheres em cargos de liderança impulsionam agenda ESG. Entenda. **Estadão**, São Paulo, 07 mar. 2022. https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/mulheres-cargos-lideranca-impulsionam-esg#:~:text=O%20estudo%20apontou%20que%2052,de%20lideran%C3%A7a%20correspondeu%20a%2048%25. Acesso em: 23 ago. 2022.

ROMA, Júlio César. Os objetivos de desenvolvimento do milênio e sua transição para os objetivos de desenvolvimento sustentável. **Ciência & Cultura**. São Paulo, v. 71, n. 1, p. 33-39, jan./mar. 2019. Disponível em: http://cienciaecultura.bvs.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0009-67252019000100011&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 18 ago. 2022

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Governança corporativa. **Revista de Direito Renovar**, Rio de Janeiro, n. 31, p. 131-142, 2005.

ROSSETO, Adriano. **Índice de sustentabilidade empresarial: um comparativo das dimensões do indicador entre as empresas do sistema eletrobrás**. Florianópolis, 2010. 71 p. Monografia (Especialização). Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina.

ROTMAN, Leonard I. Debunking the "End of History" thesis for Corporate Law. **Boston College International and Comparative Law Review**. v. 33, n. 2, p. 219-272. jan. 2010.

RUIVO, Danilo Augusto. Governança corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 56, p. 401, abr. 2012.

RYDLEWSKI, Carlos. Boicote a empresas "não sustentáveis" nem sempre gera benefícios sociais. **Valor Econômico**, 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2020/10/02/boicote-a-empresas-nao-sustentaveis-nem-sempre-gera-beneficios-sociais.ghtml. Acesso em 16 mar. 2022.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Administradores de sociedades anônimas**: relação jurídica entre o administrador e a sociedade. São Paulo: Almedina, 2015.

SADDY, André. **Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XLII, n. 130, p. 180-206, abr./jun. 2003.

SANTOS, D. F. dos; MARINHO, G.A.; SILVA, W. V. da; CORSO, J. M. del. Análise do valor das ações e da inclusão das companhias no índice carbono eficiente - ICO2 da BOVESPA. **Revista Gestão e Desenvolvimento**. v. 10, n. 2, p. 9-18. Jul./Dez. 2013.

SANTOS, Eduardo José dos. **Governança corporativa e políticas públicas:** uma análise da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários. Curitiba: Juruá, 2011. 131 p.

SÁNCHEZ-VALLEJO, María Antonia. Júri popular considera três grandes redes de farmácias responsáveis pela crise de opioides nos EUA. **El País**, Nova York, 23 nov. 2021. Sociedade. Disponível em: https://brasil.elpais.com/sociedade/2021-11-23/juri-popular-considera-tres-grandes-redes-de-farmacias-responsaveis-pela-crise-de-opioides-nos-eua.html. Acesso em 02 jul. 2022.

_____. Justiça dos EUA encerra litígio contra Purdue Pharma pela crise dos opioides. **El País**, Nova York, 21 set. 2021. Sociedade. Disponível em: https://brasil.elpais.com/sociedade/2021-09-01/justica-dos-eua-encerra-litigio-contra-purdue-pharma-pela-crise-de-opioides.html. Acesso em 02 jul. 2022.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (10ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 11.022-4. Relator: Desembargador Souza José. Data de Julgamento: 17/02/1998, Jurisprudência do Tribunal de Justiça, São Paulo, v. 212, ano 33, 1999. p. 37.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível 1007398-50.2020.8.26.0011. Relator: Cesar Ciampolini. Data de Julgamento: 25 ago. 2021. Data de Publicação: 16 ago. 2021.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (6ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 543.194-4/9-00/SP. Relator: Des. Vito Guglielmi. **DJe** 11 dez. 2008.

SARAI, Leandro; KOKKE, Marcelo. Regulação do sistema financeiro nacional: reflexões sobre sustentabilidade e aplicação de práticas de ESG. In: YOSHIDA, Consuelo Y. M.; VIANNA, Marcelo D. B.; KISHI, Sandra A. S. (coord.). **Finanças Sustentáveis**: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Belo Horizonte: ABRAMPA, 2021. p. 178-202.

SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais.** Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SHAPIRO, Scott J. What is the internal point of view? **Fordham Law Review**. v. 75. 2006. Disponível em: https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol75/iss3/2/. Acesso em: 12 out. 2022.

SCHILLER, Christoph. **Global Supply-Chain Networks and Corporate Social Responsibility**. 13th Annual Mid-Atlantic Research Conference in Finance (MARC) Paper. 01 abr. 2018. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3089311. Acesso em: 28 set. 2022.

SCHINCARIOL, Juliana. **CVM estuda estender norma ESG a todos os tipos de fundos**. Valor Econômico, Rio de Janeiro, 27 de abril de 2022. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/04/27/cvm-deve-estender-norma-esg-a-todos-os-tipos-de-fundos.ghtml. Acesso em: 12 out. 2022.

SCHUBERT, Claudia. **Das Unternehmensinteresse - Maßstab für die Organwalter der Aktiengesellschaft**. Baden-Baden: Nomos, 2020.

SCHWAB, Klaus. Capitalism must reform to survive. **Foreign Affairs**, 2020. Disponível em: https://www.foreignaffairs.com/articles/2020-01-16/capitalism-must-reform-survive?check_logged_in=1&utm_medium=promo_email&utm_source=lo_flows&utm_campaign=registered_user_welcome&utm_term=email_1&utm_content=20220321. Acesso em 16 mar. 2022.
_____. What is stakeholder capitalism? **World Economic Forum**, 2021. Disponível em: https://www.weforum.org/agenda/2021/01/klaus-schwab-on-what-is-stakeholder-capitalism-history-relevance. Acesso em 18 mar. 2022.

SEIDLER, Becky; PARIAL, Nishitha. **The many colours of ESG fraud**. 4 abr. 2022. Disponível em: https://home.kpmg/ca/en/blogs/home/posts/2022/04/the-many-colours-of-esg-fraud.html. Acesso em: 21 ago. 2022.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 17. ed. São Paulo: Malheiros, 2000.

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar**: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado. 1. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SIMONEK, Clarisse. CFA Society of the UK. **ESG Investing Official Training Manual.** 2. ed. The ESG Market, 2020.
_____. Introduction to ESG investment. In: CFA SOCIETY OF THE UK. **Certificate in ESG investing curriculum**. 2. ed. London: CFA, 2020.

SITTA, Lívia; PRIOLLI, Pedro; GHERARDI, Cinthia. **O que os consumidores brasileiros esperam das marcas em relação aos pilares de ESG**. Think with Google, set. 2022. Disponível em: https://www.thinkwithgoogle.com/intl/pt-br/tendencias-de-consumo/tendencias-de-comportamento/esg-brasil-marcas-consumidor/. Acesso em: 7 out. 2022.

SODRÉ, Igor. 20% dos brasileiros boicotam marcas que não se preocupam com ESG, aponta estudo. **Bloomberg Línea**. Green. 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.bloomberglinea.com.br/2021/12/16/20-dos-brasileiros-boicotam-marcas-que-nao-se-preocupam-com-esg-aponta-estudo/. Acesso em: 19 ago. 2022.

SOUZA, A. L.; SILVA JÚNIOR, A.; ANDRADE, J. C. S.; GOMES, S. M. S.; FERNANDES, M. E. da S. T. Empresas participantes do Índice Carbono Eficiente (Ico2) da Bm&Fbovespa: Análise Comparativa do retorno das ações e sensibilidade ao risco de mercado. Congresso Nacional de Excelência em Gestão. **INOVARSE**. Set. 2016.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas.** São Paulo: Atlas, 2005.

SQUAREWELL PARTNERS. **Reframing ESG**. 2022. Disponível em: https://squarewell-partners.com/home/. Acesso em: 19 ago. 2022.

STATE OF FLORIDA. OFFICE OF GOVERNOR RON DESANTIS. **Governor Ron DeSantis Eliminates ESG Considerations from State Pension Investments**. 23 de agosto de 2022. Disponível em: https://www.flgov.com/2022/08/23/governor-ron-desantis-eliminates-esg-considerations-from-state-pension-investments/. Acesso em: 30 set. 2022

STIGLITZ, Joseph E. **Rewriting the rules of the American Economy: na agenda for growth and shared prosperity**. New York: W. W. Norton & Company, 2015.

STRINE, J.; LINDSAY, M.; MAIN, R. The age of ESG. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. 18 fev. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/09/the-age-of-esg/. Acesso em: 30 ago. 2022.

STRINE, Leo. The Dangers of Denial: the need for a clear-eyed understanding of the Power and Accountability Structure established by the Delaware General Corporation Law. **University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics**. Research Paper no. 15-08, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2576389. Acesso em 28 mar. 2022.

TCFD. **Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures**: Final Report. Nova York: FSB-TCFD, jun. 2017. Disponível em: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf. Acesso em: 25 out. 2022.

TEIXEIRA, Evimael Alves; NOSSA, Valcemiro; FUNCHAL, Bruno. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade Financeira**. São Paulo. v. 22, n. 55, p. 29-44. jan./fev./mar./abr. 2011.

TEPEDINO, Ricardo. § 267 – Votação das demonstrações financeiras e das contas dos administradores. *In:* FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1004-1012

TERRA, Aline de Miranda Valverde; NANNI, Giovanni Ettore. A cláusula resolutiva expressa como instrumento privilegiado de gestão de riscos contratuais. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil**, Belo Horizonte, v. 31, n. 1, p. 135-165, jan./mar. 2022.

TEUBNER, Gunther. **Corporate fiduciary duties and their Beneficiaries**. *In*: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (orgs.). **Corporate Governance and Directors' Liabilities:** Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility. Berlim: Walter de Gruyter, 1985.

THE ECONOMIST. Lawsuits aimed at greenhouse-gas emissions are a growing trend. 23 abr. 2022. Disponível em: https://www.economist.com/international/2022/04/23/lawsuits-aimed-at-greenhouse-gas-emissions-are-a-growing-trend. Acesso em: 12 nov. 2022.

_____. Special Report ESG Investing. **The Economist**. Londres, v. 444, n. 9603, 23 jul. 2022.

_____. What are companies for? **The Economist**, 2019. Disponível em: https://www.economist.com/leaders/2019/08/22/what-companies-are-for. Acesso em 18 mar. 2022.
_____. Three letters that won't save the planet. ESG should be boiled down to one simple measure: emissions. Special Report on ESG. **The Economist**, Londres, 21 jul. 2022. Disponível em: https://www.economist.com/leaders/2022/07/21/esg-should-be-boiled-down-to-one-simple-measure-emissions. Acesso em: 21 jul. 2022

TRINDADE, Marcelo. O movimento ESG e a ética no capitalismo. **Valor Investe**, 2021. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/o-movimento-esg-e-a-etica-no-capitalismo.ghtml. Acesso em 18 mar. 2022.

UNEP FI. **Fiduciary Duty in the 21st Century.** Principles for Responsible Investment. Disponível em: https://www.unpri.org/fiduciary-duty/fiduciary-duty-in-the-21st-century/244.article. Acesso em 18 mar. 2022.
_____. **Freshfields Bruckhaus Deringer. A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment**. UNEP Finance Initiative, 2005. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.
_____. Freshfields Bruckhaus Deringer. **A legal framework for impact:** sustainability impact in investor decision-making. Commissioned by PRI, UNEP FI and The Generation Foundation. 2021. Disponível em: https://www.unepfi.org/publications/a-legal-framework-for-impact-sustainability-impact-in-investor-decision-making/. Acesso em: 23 jul. 2022.
_____. **Group of friends of paragraph 47 (GoF47)**. Disponível em: https://www.unep.org/explore-topics/resource-efficiency/what-we-do/responsible-industry/corporate-sustainability-0. Acesso em 18 mar. 2022.
_____. **Who cares wins: connecting financial markets to a changing world**. UNEPFI, 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 18 mar. 2022.

UNEP FINANCE INITIATIVE; UN THE GLOBAL COMPACT. **Principles for Responsible Investment**. Anual Report 2022. Disponível em: https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/s/u/b/pri_annualreport_2021_15698.pdf. Acesso em: 26 set. 2022.
_____. **Principles for Responsible Investment**. Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU. 2019. Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=10969. Acesso em: 26 jul. 2022.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamentos, diretivas e outros atos legislativos**. Disponível em: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pt. Acesso em: 22 out. 2022.
_____; COMISSÃO EUROPEIA. **Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937**. COM/2022/71 final. Bruxelas, 23 fev. 2022. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2022%3A0071%3AFIN. Acesso em: 1 out. 2022.

_____.; PARLAMENTO EUROPEU. **Regulamento (UE) 2017/821**. Bruxelas, 17 mai. 2017. Estabelece as obrigações referentes ao dever de diligência na cadeia de aprovisionamento que incumbe aos importadores da União de estanho, de tântalo e de tungsténio, dos seus minérios, e de ouro, provenientes de zonas de conflito e de alto risco. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0821&qid=1665408870536. Acesso em: 1 out. 2022.

UNGARETTI, Marcela; BENEDUCCI, Giovanna. Guerra Rússia e Ucrânia leva à reformulação do comércio global de carvão. Café com ESG. **Expert XP**. 01 ago. 2022. Disponível em: https://conteudos.xpi.com.br/esg/guerra-russia-e-ucrania-leva-a-reformulacao-do-comercio-global-de-carvao-cafe-com-esg-01-08/. Acesso em: 20 ago. 2022.

UNIVERSITY OF MICHIGAN. Corporate Respose: The Sullivan Principles. **Michigan in the world.** Disponível em: https://michiganintheworld.history.lsa.umich.edu/antiapartheid/exhibits/show/exhibit/origins/sullivan-principles. Acesso em 18 mar. 2022.

VALENTI, Graziella. Atenção, companhias: ESG já está na lei, aponta carta da JGP. **EXAME**, 2020. Disponível em: https://exame.com/esg/atencao-companhias-esg-ja-esta-na-lei-aponta-carta-da-jgp. Acesso em 16 mar. 2022.

_____. Eneva 2030: empresa estanca uso de carvão e amplia fonte renovável. **Exame**. 7 fev. 2022. Disponível em: https://exame.com/exame-in/eneva-2030-empresa-estanca-uso-de-carvao-e-amplia-fonte-renovavel/. Acesso em: 27 set. 2022.

VALOR ECONÔMICO. Íntegra da carta assinada por CEOs a Mourão. **Valor Econômico**, 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/07/07/leia-a-integra-da-carta-assinada-por-38-ceos-a-mourao.ghtml. Acesso em 16 mar. 2022.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. Trad. Elfio Ricardo Doninelli. 8. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

VENANCIO FILHO, Alberto. **A intervenção do Estado no domínio econômico:** o direito público econômico no Brasil. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

VENTURA, Raúl; CORREIA, Luís Brito. Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas: estudo comparativo dos direitos alemão, francês, italiano e português. Separata do «**Boletim do Ministério da Justiça**», Lisboa, n. 192, 193, 194 e 195, 1970. p. 109-112.

VICENZO, Giacomo. O que é pegada de carbono e por que devemos nos importar com a nossa? **Ecoa Uol**. São Paulo. 04 mai. 2021. Disponível em: https://www.uol.com.br/ecoa/ultimas-noticias/2021/05/04/o-que-e-pegada-de-carbono-e-porque-devemos-nos-importar-com-a-nossa.htm. Acesso em: 30 ago. 2022.

WAGNER, Casey; BALLENTINE, Claire. Com a pandemia, fundos ETF com pegada ESG mais que dobram em 2020. **EXAME**, 2020. Disponível em: https://exame.com/esg/com-pandemia-fundos-etf-com-pegada-esg-mais-que-dobram-em-2020. Acesso em 16 mar. 2022.

WALD, Arnoldo. Uma nova visão da empresa e do seu regime jurídico (Do Código Civil ao Projeto do Código Comercial). In: BARBOSA, Henrique. SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (Coord.). **A evolução do direito empresarial e obrigacional**. Os 18 anos do Código Civil. Societário & Direito de Empresa. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1. p. 117-141.

WEBER, Ana Carolina. **Responsabilidade societária**. Danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Gestão de recursos de terceiros e fatores ESG (environmental, social & governance): riscos, oportunidades e desafios para a construção de mandatos de investimento. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo, Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis n° 6.385 e 6.404, Vol. 1. p. 327-357, dez. 2021.

_____. **Mercado de Capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Investimento Responsável no Século XXI: gestão de recursos de terceiros, questões ESG (Environmental, Social & Governance) e Aspectos Regulatórios. *In:* CANTIDIANO, Maria Lúcia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coords.). **Sociedades Anônimas, Mercados de Capitais e Outros Estudos**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, vol. 1. p. 693-713.

WIGGLESWORTH, Robin. AGNEW, Harriet. BlackRock surges past $10tn in assets under management. World's biggest money manager buoyed by inflows to exchange traded funds and active strategies. **Financial Times**. 14 jan. 2022. Disponível em: https://www.ft.com/content/7603e676-779b-4c13-8f46-a964594e3c2f. Acesso em: 26 set. 2022.

WORLD BANK GROUP. The potential of the Blue Economy: increasgin long-term benefits of the sustainable use of marine resources for small island developing states and coastal least developed countries. World Bank Group Open Knowledge Repository, 2017. Disponível em: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/26843. Acesso em 18 mar. 2022.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation**. World Economic Forum, 2020. Disponível em: https://www.weforum.org/whitepapers/toward-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation. Acesso em 18 mar. 2022.

_____. **Davos Manifesto 2020**: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution. Davos (Suíça): World Economic Forum, 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 29 mar. 2022.

_____. **Institutional brochure**. Genebra (Suíça). Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Institutional_Brochure_2019.pdf. Acesso em 29 mar. 2022.

_____. **Measuring Stakeholder Capitalism: towards common metrics and consistent reporting of sustainable value creation**. World Economic Forum, 2020. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf. Acesso em 18 mar. 2022.

_____. **The Global Risks Report 2022, 17th Edition**. World Economic Forum, 2022. Disponível em: https://www.weforum.org/whitepapers/toward-common-metrics-and-

consistent-reporting-of-sustainable-value-creation. Acesso em: 18 mar. 2022. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf. Acesso em: 10 out. 2022.

ZEITOUNE, Ilana; SASSON, Jean Marc. ESG, mudanças climáticas e as transformações do mercado de óleo e gás. Não há mais espaço para as corporações modernas ignorarem a adoção dos padrões ESG. **Jota**. Regulação e Novas Tecnologias. 05 mar. 2022. s/p. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/esg-mudancas-climaticas-transformacoes-mercado-de-oleo-e-gas-05032022. Acesso em: 30 ago. 2022.

ZINGALES, Luigi. Friedman's Legacy: From Doctrine to Theorem. In: Promarket. **Milton Friedman: 50 years later.** Chicago: Stigler Center, 2020. p. 128-135.
_____. Friedman's principle, 50 years later. In: Promarket. **Milton Friedman: 50 years later.** Chicago: Stigler Center, 2020. p. 1-2.