

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE GRADUAÇÃO  
CURSO DE DIREITO**

**NIKOLAS EDUARDO LOUREIRO**

**Da Governança Corporativa ao ESG: *Green Bonds* como exemplo de  
concreção das premissas ESG**

**São Leopoldo  
2021**

NIKOLAS EDUARDO LOUREIRO

**Da Governança Corporativa ao ESG: *Green Bonds* como exemplo de  
concreção das premissas ESG**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Jurídicas e Sociais, pelo Curso de Direito  
da Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
– UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Manoel Gustavo Neubarth Trindade

São Leopoldo

2021

Aos meus pais, Carlos e Márcia; minha namorada, Ana Júlia; e meu padrinho, Cristiano, por sempre me incentivarem e me apoiarem de forma incondicional na minha jornada acadêmica e profissional.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a minha família, de maneira especial, aos meus pais, Carlos e Márcia, e ao meu padrinho, Cristiano, por terem sido fundamentais na minha escolha pelo curso de Direito, por terem dado suporte em toda minha trajetória acadêmica e por serem exemplo de vida e de conquistas para mim.

Agradeço, também, ao amor da minha vida, Ana Júlia, por sempre ser um suporte quando precisei e por ter estado ao meu lado, desde o início do nosso relacionamento. Obrigado por escutar minhas teorias, por entender os momentos de ausência pelos estudos e por me apoiar em qualquer caminho que resolva trilhar – isso foi, e sempre será, essencial na minha vida.

A minha amiga Gabrielle, agradeço por se fazer presente e me fazer rir e desopilar quando necessário.

Pelo apoio incrível em pesquisas e discussões sobre meu tema, agradeço ao meu amigo Arthur Tomáz. Pelo grande auxílio em me apresentar diversas questões e se mostrar disponível para sanar dúvidas, agradeço ao Vinícius Vizzotto. E, por sempre ser um companheiro de discussões, leituras, correções e por me sugerir trabalhar com títulos verdes e economia sustentável em meu TCC, agradeço ao meu amigo Vitor Barcellos.

Por fim, mas não menos importante, agradeço, também, ao meu orientador, Manoel Neubarth Trindade, e a todo corpo docente da Unisinos por serem excepcionais como professores. Meus agradecimentos não podem encerrar de maneira diferente do que mencionando, também, a Equipe do CMT, por ter aberto meus olhos quanto ao mundo do Direito Societário; a Platinum, por ser presente a todo momento em minha vida e me apresentar o mundo de Direitos Creditórios; e a equipe de arbitragem da Unisinos, que é fundamental na expansão dos meus limites de estudo.

*“We live under a system described in obsolete terms. We have come to believe our own repeated declarations that our society is based on individual initiative – whereas, in fact, most of it is no more individual than an infantry division. We assume that our economic system is based on “private property”. Yet most industrial property is no more private than a seat in a subway train, and indeed it is questionable whether much of it can be called “property” at all. We indignantly deny that we are collectivist, yet it is demonstrable that more than two-thirds of our enterprise is possible only because it is collectivizing. We think of capital as the fruit of individual savings, whereas it really is the result of various methods of compulsion. Further, all capital is not alike.”*

*Adolf Berle*

## RESUMO

No trabalho, a análise tem como senda principal demonstrar a aplicação real do conceito de sustentabilidade no mercado de crédito, assim como isso reflete frente aos *stakeholders*. Em primeiro momento, apresenta-se a governança corporativa, desde seus primórdios até a definição de seus pilares principais. Discorre-se, em sequência, sobre o interesse social da empresa e como isso delimitou o caminho do desenvolvimento do capitalismo, dando importância à valorização de ativos diversos. Então, é apresentado o ESG como uma evolução da governança corporativa – colocando sob o holofote questões ambientais, sociais e de governança – a fim de gerar valor para o acionista e externalidades positivas para qualquer interessado direta ou indiretamente. Para tal, adentra-se na conceituação de *green bonds* para acelerar a transformação dos parâmetros econômicos atuais e os evoluir, de fato, para parâmetros sustentáveis. Por fim, é demonstrado como ocorre, na prática, a concreção dos parâmetros sustentáveis e ESG na emissão e aplicação de títulos verdes – além da monetização da sustentabilidade.

**Palavras-chave:** ESG. *Green bonds*. Governança Corporativa. Stakeholders.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Pesquisa por ESG.....	64
Figura 2 – Títulos verdes x Títulos convencionais .....	74
Figura 3 – Comparativo de Emissão de Títulos Verdes (Brasil x China) .....	78
Figura 4 – Elementos de Avaliação Externa .....	82
Figura 5 – Financiamento de Projetos Específicos .....	86

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1– Exemplo de questões tratadas pelo ESG. ....	58
---	----



## **LISTA DE SIGLAS**

IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance
LSA	Lei da Sociedade Anônima
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
S.A.	Sociedade Anônima
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E A SUA EVOLUÇÃO</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 O Início da Governança Corporativa</b> .....	<b>15</b>
<b>2.2 Pilares da Governança Corporativa</b> .....	<b>24</b>
2.2.1 <i>Disclosure</i> .....	28
2.2.2 <i>Fairness</i> ou <i>Equity</i> .....	32
2.2.3 <i>Accountability</i> .....	34
2.2.4 <i>Compliance</i> .....	35
<b>3 INTERESSE SOCIAL DA COMPANHIA ANTE O ESG</b> .....	<b>38</b>
<b>3.1 Interesse Social da Companhia</b> .....	<b>38</b>
<b>3.2 O Fim da Linha de Modelos Alternativos?</b> .....	<b>44</b>
<b>3.3 A Necessidade de um Olhar Atento Sobre os <i>Stakeholders</i></b> .....	<b>47</b>
3.3.1 As Teorias dos <i>Stakeholders</i> .....	51
<b>3.4 ESG: <i>Environmental, Social and Corporate Governance</i></b> .....	<b>54</b>
3.4.1 Sustentabilidade e a ESG .....	60
<b>4 GREEN BONDS: OS TÍTULOS VERDES</b> .....	<b>71</b>
<b>4.1 Características e Utilidade</b> .....	<b>71</b>
<b>4.2 Princípios dos <i>Green Bonds</i> e Processo de Emissão</b> .....	<b>77</b>
<b>4.3 Emissão de <i>Green Bonds</i> e Monetização na Prática</b> .....	<b>85</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>91</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>94</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Keynes<sup>1</sup>, no prefácio de seu livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, traz que “a dificuldade não está nas novas ideias, mas em escapar das velhas [...]”. Essa passagem pode ser vista como inversa ao texto publicado por Milton Friedman, nos anos 70, que trazia que aumentar o lucro era a única responsabilidade social da empresa<sup>2</sup>. Conforme elaborado por Vizzotto<sup>3</sup>, um bom exemplo do que não era defendido por Friedman era o investimento em redução da poluição gerada pela empresa. Essa questão se mostra contraditória à atual, tendo em vista que tal tipo de investimento aumentaria tanto o valor da companhia, quanto o bem-estar da sociedade, além de atender interesses dos *stakeholders*<sup>4</sup>. Dessa forma, o pensamento do economista aparenta estar ultrapassado.

Essa visão trazida por Friedman<sup>5</sup> merece ser adaptada para a realidade hodierna, pois a preocupação com a sustentabilidade e um desenvolvimento sustentável reflete na imagem da companhia, dos produtos e dos serviços ofertados por ela. Assim, ainda que “preocupação social e ambiental” acaba podendo ser de caráter egoístico, visto que visa ao retorno que a empresa irá obter com esse tipo de publicidade, mantendo-se fiel à filosofia de Milton Friedman de fornecer lucro aos acionistas, ela pode criar elementos ou externalidades positivas que afetem o não-acionista.

Ocorre que, conforme trazido no Manifesto Davos 2020<sup>6</sup> (importante veículo do debatido no Fórum Econômico Mundial), ocorre uma movimentação para que o sistema capitalista volte os interesses empresariais para qualquer um que venha a

---

<sup>1</sup> KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. 1 ed. Zurique: ETH Zurique, 1936. p. 3. Disponível em: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf). Acesso em 15 nov. 2020.

<sup>2</sup> FRIEDMAN, Milton. The New York The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, [Nova Iorque]. 13 Sept., 1970. Disponível em: <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>. Acesso em: 28 set. 2020.

<sup>3</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021.

<sup>4</sup> Os temas serão tratados em maior profundidade nos capítulos a frente.

<sup>5</sup> VIZZOTTO, loc. cit.

<sup>6</sup> SCHWAB, Klaus. Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution. *In: WORLD Economic Forum*. Colônia, 2 set. 2019. 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: 28 abr. 2021.

depender, de maneira indireta ou direta, do sucesso da companhia: seus funcionários, a comunidade, as empresas da cadeia de produção e, obviamente, os acionistas. Assim, a concepção de impacto de uma empresa na sociedade acaba se tornando extensiva e não restritiva. Incorporando, assim, o jargão trazido pelo manifesto – “capitalismo *stakeholder*”.

Nessa senda, vale-se perguntar se uma eventual migração do cerne capitalista para defender interesses dos *stakeholders* não seria benéfica para a sociedade *lato sensu*, e não somente para os *shareholders* da companhia em questão. Pois, através de iniciativas verdes, haveria movimentação de investimentos, criação de dívida<sup>7</sup> e de projetos que viessem a embasar mudanças na maneira em que as relações empresariais estão postas e segmentadas.

Para a movimentação desses investimentos, foram apresentadas as primeiras propostas contra mudanças climáticas na Convenção-Quadros das Nações Unidas para Mudanças Climáticas, em 1992. Já em 1997, o Protocolo de Kyoto trouxe os créditos de carbono, a fim de elaborar uma maneira de compensar a emissão de gases maléficos para a atmosfera entre países. Porém, o primeiro *Green Bond*<sup>8</sup> – título de dívida pré-fixado que tem o intuito de levantar fundos para iniciativas ambientalmente amigáveis, como diminuição de índice de poluição ou energia limpa – veio a ser emitido somente em novembro de 2008, pelo Banco Mundial. A partir disso, o mercado de capitais iniciou uma movimentação para abarcar um processo de desenvolvimento sustentável, relacionando, assim, rentabilidade com o conceito de sustentabilidade<sup>9</sup>. Essa associação era a grande adversidade para fomentar qualquer tipo de “iniciativa verde”, uma vez que havia uma falta de prospecção em relação à rentabilidade do investimento verde.

Desde sua inserção no mercado, houve o crescimento exponencial do financiamento e emissão desses referidos títulos, chegando a ocorrer a circulação de US\$12,6 bilhões em 52 emissões de *Green Bonds* na América Latina e Caribe entre

---

<sup>7</sup> Nota do autor: importante ressaltar que a criação de dívida para o capitalismo não é necessariamente tratada como algo nocivo à saúde da companhia ou para a sociedade.

<sup>8</sup> O tema será melhor debatido em capítulo dedicado especificamente para tal.

<sup>9</sup> Para o autor Juarez Freitas, a delimitação de medidas sustentáveis ou não se encontra na inserção de todos os seres vivos no futuro comum, de qualquer modo. Em qualquer possibilidade que não ocorra o enquadramento completo de todos os seres vivos, não é possível considerar a ação sustentável. FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade**: Direito ao Futuro. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 48.

2014 e 2019 – sendo que nos últimos três anos, US\$5 bilhões foram emitidos somente no Brasil<sup>10</sup>.

Nesse sentido, o problema enfrentado pelo presente trabalho de conclusão de curso pode ser balizado da seguinte forma: tendo em vista o aumento da incorporação do mercado de parâmetros sustentáveis, como ocorre sua concreção e aplicação na prática? Seria o ESG, *Environmental, Social and Corporate Governance*, o desenvolvimento da Governança Corporativa? Os *Green Bonds* poderiam ser um exemplo de concreção dos princípios norteadores do ESG?

A hipótese sobre a qual a pesquisa é baseada vem a partir da falta de compatibilidade – em uma ideia inicial – entre a sustentabilidade e a maneira em que nosso sistema econômico é arquitetado. Além disso, é discutida a questão de que o método de controle da emissão do título e o fim dado ao montante recebido através dele não ocorre necessariamente por vias de regulamentação sobre a emissão, mas sim através dos pilares – *Disclosure, Equity e Fairness, Accountability e Compliance* – que sustentam a *Environmental, Social and Corporate Governance* (ESG). Assim, mede-se o impacto ambiental e social da companhia, prevendo seu desempenho financeiro futuro, mediante uma governança transparente frente ao mercado. Logo, é importante destacar o papel do agente certificador e dos princípios inerentes na emissão dos títulos.

Dessa forma, o objetivo geral desta monografia é analisar a transposição entre os pilares das novas práticas de governança corporativa, ESG e a emissão de um título verde, além do financiamento e alocação de valores relacionados ao título emitido.

A partir desse objetivo geral, são elaborados os seguintes objetivos específicos: (a) compreender a importância dos pilares da governança corporativa, sua origem no ambiente empresarial e sua evolução para o ESG; (b) apresentar o conceito e analisar a importância dos *stakeholders* para melhor desempenho da companhia; (c) identificar a aplicabilidade prática do *Green Bond* como maneira de monetizar os parâmetros de sustentabilidade; (d) compreender como o interesse social encontra-se alinhado com

---

<sup>10</sup> FURLAN, Flavia. Brasil teve US\$5 bi em emissões de “green bonds” nos últimos três anos. In: VALOR Econômico. São Paulo, 14 out. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/10/14/brasil-teve-us-5-bi-em-emissoes-de-green-bonds-nos-ultimos-tres-anos.ghtml>>. Acesso em: 08 nov. 2020.

práticas sustentáveis; (e) compreender como os títulos verdes podem tornar-se benéficos à companhia e aos *stakeholders*.

Dessa forma, o recente crescimento no interesse por emissão de *Green Bonds* deve ir além de meras questões financeiras, contribuindo, concomitantemente, com o papel social das empresas e com o desenvolvimento sustentável. De fato, o caráter econômico não pode ser deixado de lado, mas deve ser um precursor para o ajuste de parâmetros intrínsecos do nosso sistema capitalista, de forma que seja possível escapar das “velhas ideias”.

## 2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E A SUA EVOLUÇÃO

A velocidade de desenvolvimento das indústrias e corporações é tamanha que, em alguns momentos, pode-se julgar que crescem de forma desordenada. Entretanto, desde que foi citado pela primeira vez no final do século passado – com a publicação do livro *Corporate Governance*, em 1995, por Monks e Minow – o tema de Governança Corporativa vem ganhando cada vez mais espaço no meio acadêmico e institucional, pois visa arquitetar, de maneira organizada, o crescimento da economia global<sup>11</sup>.

Entretanto, conforme exposto por Andrade e Rossetti<sup>12</sup>,

[...] apesar de sua reconhecida importância na gestão dos negócios e na promoção do crescimento econômico, não se pode ainda dizer que a expressão *Governança Corporativa*, embora amplamente difundida, já esteja internalizada pelo mundo corporativo.

Isto se dá, de acordo com os autores, por três pontos principais: pela abrangência do tema, que permite várias acepções, pois pode ser analisado a partir de diversos prismas (desde legais e financeiros à sociais); pela recenticidade, já que o primeiro livro publicado à respeito data de 1995; e pela diversificação dos modelos de governança corporativa, que podem ter variações culturais, legais, institucionais e, até mesmo, de interesses da própria governança exercida pela companhia<sup>13</sup> (seja dando foco aos *stakeholders* ou *shareholders*)<sup>14</sup>.

A partir dessas questões, é possível compreender tamanha complexidade do tema e das diversas correntes possíveis de serem seguidas. Além disso, também percebe-se que, por mais que existam normativas e pilares a serem observados (como será exposto na sequência), haverá uma necessidade congruente de adaptar os conceitos para melhor aplicabilidade na companhia no meio onde se encontra, visto as inúmeras variáveis existentes.

É com base nisso, e dando a devida construção, que, neste capítulo, serão analisados: (i) o início da governança corporativa; (ii) a relevância da organização da

---

<sup>11</sup> G8. Declaração homologada da Reunião de Cúpula, Colônia, Jun 1999. *In*: International Corporate Governance Network. Conferência anual. Frankfurt, 1999.

<sup>12</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 26.

<sup>13</sup> A questão será levantada no ponto 3.2.

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 26-27.

companhia; (iii) os pilares da governança corporativa; e (iv) como os elementos basilares são percebidos nas companhias.

## 2.1 O Início da Governança Corporativa

De maneira inicial, é importante retomar os primórdios da indústria como conhecemos hoje, partindo do advento da revolução industrial, em meados do século XVIII, e a subsequente evolução do capitalismo já existente. A partir do aumento da quantidade de bens produzidos através dos meios de produção após a primeira revolução industrial, as transações e a possibilidade de geração de valor para as companhias começaram a se tornar mais fáceis.

Mesmo que existam diversos pontos na trajetória do capitalismo a serem observados – tal qual a sanção da ética calvinista, o crescimento da doutrina liberal como revolução econômica e política – a revolução industrial (como marco principal), o subsequente desenvolvimento tecnológico e o desenvolvimento da ciência da administração (por necessidade, visto a ascensão de capital, a institucionalização da sociedade anônima e o gigantismo das corporações) são os principais pontos a serem levados em conta<sup>15</sup> nesse processo.

A dita revolução foi marco importante para o crescimento econômico de diversos países, principalmente para os que vieram a se industrializar mais rapidamente. Gerou o crescimento de indústrias de modo jamais percebido anteriormente no capitalismo e, sequentemente, possibilitou a criação de novas maneiras de trabalhadores, empreendedores e governo se correlacionarem no mercado.

Regulamentações criadas pelos governos – como os parâmetros básicos para a produção de certo bem de consumo, melhores ambientes de trabalho para o empregado e, até mesmo, maneiras de auferir mão de obra com custos menores (para obter maior margem de lucro no produto) – geram maior valor para a companhia e preservam os interesses dos acionistas. Assim, a acumulação de capital foi responsável pelo grande crescimento e desenvolvimento de novas tecnologias, e um apetite ao risco para obter maiores retornos começou a ser desenhado na indústria.

---

<sup>15</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 31-32.



O crescimento das indústrias foi tão grande que a concentração de capital tornou-se impossível de ser monitorada. As empresas, com pouca competitividade em qualquer setor, detinham, muitas vezes, grande parte (quando não totalmente) do *Market Share*<sup>16</sup>. Por conseguinte, as corporações, que detinham os meios de produção, vieram a obter grande acúmulo de capital. Tal fenômeno sucedeu no trinômio que gera valor no sentido econômico-financeiro para companhia: escassez, oportunidade e utilidade<sup>17</sup>. Levando em conta o momento em que a revolução ocorreu, produzir um bem de consumo que não fosse escasso, não fosse útil e oportuno para uso era pouco provável, o que facilitava o grande crescimento de diversas indústrias.

Com isso, dimanou uma mudança radical na maneira em que o valor<sup>18</sup> era atribuído às posses. Desde os primórdios da sociedade até a queda do feudalismo, os indivíduos mais abastados eram aqueles afortunados, possuidores de diversas terras. Entretanto, após o advento da revolução industrial, o capital passou a tornar-se o bem mais precioso socialmente. Assim, passou-se a considerar abastado o indivíduo com maiores riquezas, o que não significava, necessariamente, aquele com mais terras.

Como elaboram Andrade e Rossetti<sup>19</sup>, o rápido desenvolvimento tecnológico gerou novas oportunidades de emprego do capital além de terras. Dessa forma, o poder começou a migrar de classe na sociedade, iniciando um movimento de transição dos aristocratas para os empreendedores (desde produtores de bens, até proprietários de portos e ferrovias).

Conseqüentemente, ocorreu a necessidade de organizar e embasar esse crescimento, de modo que fosse possível o grande emprego de capital e a participação de colaboradores em diversos níveis de importância e participação em

---

<sup>16</sup> O conceito de *Market Share* pode ser definido como a participação de certa companhia no mercado, ou sua quota no mercado.

<sup>17</sup> SOUZA, Almir Ferreira de; ALMEIDA, Ricardo José. **O Valor da Empresa e a Influência dos Stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 13-14.

<sup>18</sup> De acordo com Jozéf Maria Bocheński: “[...] o terreno dos valores é, entre todos, o mais amplo e o que oferece maior soma de dificuldades. Embora os valores se nos apresente como muito simples e claros, eles se complicam terrivelmente quando se procura compreendê-los a fundo.” BOCHENSKI, Jozéf Maria. **Diretrizes do Pensamento Filosófico**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 1977. p. 68.

<sup>19</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 39- 40.

lucros e decisões. Uma maneira encontrada na época é utilizada até o dia de hoje: as Sociedades Anônimas (S.A.)<sup>20</sup>.

No início do sistema capitalista, era desnecessário a organização de uma sociedade complexa, visto que grandes valores não eram gerados e diversas trocas ocorriam somente entre mercadorias (sem um valor monetário real), pois não havia o interesse incessante de geração de lucros. Assim, organizações jurídicas não eram essenciais para o desenvolvimento da atividade<sup>21,22</sup>.

Entretanto, tornou-se necessário o envolvimento de mais indivíduos para concretizar a produção e venda do produto, aumentando a cadeia de valor. Isso ocorreu pois, se havia maior demanda de algodão para produção de vestimentas, por exemplo, do que os países da Europa eram aptos a produzir, seria necessário importá-lo de outras localidades. Tal situação desencadeou o período das grandes navegações.

No referido momento histórico, começa-se a reparar em uma questão, a ser explorada em maior profundidade no capítulo 4: grandes valores necessitam ser alavancados. A partir dessa perspectiva, tendo em vista que, durante o período em questão, esses valores eram destinados às navegações, percebeu-se que as estruturas de financiamento e participação se tornaram mais complexas e evoluídas<sup>23</sup>.

Nesse contexto, podemos citar como a primeira sociedade anônima clássica, a *Companhia das Índias Orientais*. Sua estrutura possuía um ponto extremamente importante: o início da ruptura da participação estatal<sup>24</sup>. A partir de sua estrutura de investimentos e captação de recursos sem demandar do Estado Holandês unicamente, as ações surgiram como espécies fracionárias do capital investido na sociedade e que viriam a financiá-la – frações que podiam ser livremente negociadas,

---

<sup>20</sup> Denota-se que a Sociedade Anônima não é a primeira estrutura jurídica criada para o Direito Comercial – há documentação da criação de sociedade em comandita e sociedade em nome coletivo durante o feudalismo. Entretanto, na época feudal, não havia necessidade de grandes estruturas jurídicas para sustentar operações de grande magnitude.

<sup>21</sup> TIGAR, Michael Edward; LEVY, Madeleine. **O direito e a ascensão do capitalismo**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978. p. 41-42.

<sup>22</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3 ed., v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 24.

<sup>23</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2019. *E-book*. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597020489/cfi/6/2/4/2/2@0.00:28.7>. Acesso em: 2 abr. 2021.

<sup>24</sup> ASCARELLI, Túlio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999. p. 452.

e que configurariam tanto limite na participação quanto na responsabilidade frente ao capital<sup>25</sup>.

O primeiro embrião de sociedade anônima<sup>26</sup> na era moderna – ou seja, a primeira utilização de uma estrutura de Sociedade Anônima financiada somente por particulares com o único fim de gerar lucro – veio a ser a *Boston Manufacturing Company*, criada em meados do século XIX. Outras companhias criadas na sequência foram a *Merrimack* e *Lowell*. Todas essas, em menos de meio século, expandiram seu controle acionário em mais de 200% em média<sup>27</sup>.

Pode-se pensar que, nesse momento, a sociedade anônima não passava de um meio de aglutinar qualquer tipo de recurso, financeiro ou não, um modo de fomentar a captação. Todavia, com o forte crescimento dessas companhias, sua função social se tornou mais relevante, pois geravam riquezas, empregos e desenvolvimento.

Porém, no século XX, com o crescimento exponencial de quantidade de acionistas, começou-se a indagar sobre segurança patrimonial, assimetria de riqueza e riscos econômicos para o mercado em geral. Um exemplo dessa situação é o caso da estado-unidense *American Telephone and Telegraphy Company*, que contava com mais de quinhentos mil acionistas nesse período.

Como previsto por Keynes antes mesmo do *Crash* de 1929 e da grande recessão americana, havia a urgente demanda por uma remodelagem da economia capitalista. Assim, já na década de 1920, o autor analisou que grande parte dos possuidores do capital (*shareholders*) não participavam da administração da

---

<sup>25</sup> FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedade mercantis**. 5. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Editora Nacional, 1958. v. 1: Introdução histórica (índice alfabético, bibliográfica e legislação). p. 33.

<sup>26</sup> A doutrina conota divergência a respeito do tema. Para muitos, a primeira sociedade anônima que se tem registro foi a Companhia das Índias Orientais (criada por meados do século XVII e XVIII), criada a partir da unificação de diversos pequenos comerciantes marítimos e retirando a ação do governo holandês de dentro das operações. FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedade mercantis**. 5. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Editora Nacional, 1958. v. 1: Introdução histórica (índice alfabético, bibliográfica e legislação). p. 226. LAMY FILHO, Alfredo; BULHOES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** (pressupostos, elaboração, aplicação). 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1. p. 31. Além desta possibilidade, encontra-se também que o Banco de San Giorgio (instituição financeira datada do século XV) pode ser considerado como a primeira S.A. desenvolvida. VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações** (comentários ao decreto-lei no 2.627, de 26 de setembro de 1940). 3 ed. rev. e atual, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 10.

<sup>27</sup> BERLE e MEANS, apud. ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa**: Fundamentos, desenvolvimento e tendências. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 43-44.

companhia, o que, em diversos momentos, pode vir a deixar a produção de lucro para os acionistas fora da prioridade da empresa<sup>28</sup>.

Durante a grande recessão americana, Keynes propôs mudanças para o sistema capitalista, visando manter a liberdade, a propriedade privada, a descentralização das decisões, incentivo ao lucro e à diversidade – pontos muito importantes para a Governança Corporativa. Dessa forma, os pontos que deveriam ser reformados, de acordo com o autor, são (i) o interesse pessoal, (ii) abstenção do governo, (iii) livre jogo do mercado<sup>29</sup>, (iv) forças das viscosidades e (v) distribuição de riqueza de forma justa<sup>30</sup>. A maioria dessas afirmações feitas por Keynes no decorrer de sua obra foram levadas com grande valia pelo mercado.

Uma das transformações notadas se deu nas décadas seguintes, com o crescente aperfeiçoamento da ciência da administração de forma que a gestão foi profissionalizada.

Apesar disso, é possível perguntar-se o motivo de a ciência da administração ter se desenvolvido de maneira substancial somente durante o século XX. Esse atraso se deu, em grande medida, pela falta de preparo que as companhias vinham enfrentando em lidar com um gigantismo jamais visto e uma competição cada vez mais acirrada no mercado.

Essa estrutura societária simplória enfrentava dificuldades frente a complexidade do mercado, como é possível perceber através da análise de duas estruturas existentes na antiga Inglaterra, as *partnerships* e as *corporations*. Pontua-se, aqui, como bem aduzido por Ferreira<sup>31</sup> na explicação da organização de uma *partnership*, que:

cada qual [partner] podia administrar a sociedade, engajando, por seus atos, a responsabilidade dos demais. A convenção por via da

---

<sup>28</sup> KEYNES, John Maynard. **The End of Laissez-Faire**. Londres: Hogarth Press, 1926. p. 10.

Disponível em: <<http://www.stephenhicks.org/wp-content/uploads/2015/03/Keynes-J-The-End-of-Laissez-Faire.pdf>>. Acesso em 20 out. 2020.

<sup>29</sup> John Maynard Keynes sempre foi reconhecido como um defensor do Estado mínimo, porém, para um bom desenvolvimento da governança corporativa, necessitamos de um Estado diligente em suas ações, como será mais bem delimitado na sequência.

<sup>30</sup> KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. 1 ed.

Zurique: ETH Zurique, 1936. p. 3. Disponível em:

<[https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf)>. Acesso em 15 nov. 2020.

<sup>31</sup> FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedade mercantis**. 5. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Editora Nacional, 1958. v. 1: Introdução histórica (índice alfabético, bibliográfica e legislação). p. 218.

qual se confiassem os poderes de gerência a um exclusivamente, ou se denegassem a tais ou quais, era inoponível a terceiro que contratasse com um destes, salvo prova de conhecimento da cláusula restritiva e de má-fé.

Agora, é necessário propor um breve exercício, tendo em vista o apontamento trazido por Ferreira: como funcionaria tal sistemática em uma empresa com diversos acionistas que tomam para si os poderes de gerência de igual maneira? Seria um tanto quanto complicado lidar entre eles e muito mais frente a credores. Além de que as *partnerships* geravam responsabilidade ilimitada e pessoal aos *partners*<sup>32</sup>.

Por isso, foi necessário, aos ingleses, o desenvolvimento de novas maneiras de organizações societárias, dando origem, também, às *corporations*. Esse modelo permitia, pela primeira vez, a divisão entre a personalidade jurídica e física em uma sociedade e foram aproveitadas para a estrutura das futuras Sociedades Anônimas<sup>33</sup>.

Ainda, um grande problema para a época era a questão do sócio passivo, que não participava de qualquer decisão dentro da companhia, deixando a gestão, muitas vezes colossal, sob o comando de uma ou um grupo pequeno de pessoas. Assim, gerou-se a necessidade de melhores práticas de gestão nas empresas.

Com o desenvolvimento gigantesco no século passado, e sequente necessidade de gerir de maneira mais efetiva as empresas, foi possível perceber que a ciência da administração funcionava com uma engrenagem, um elo que ligava o mundo corporativo ao capitalismo, fazendo com que ambos se relacionassem de maneira mais coesa e funcional.

Dessa maneira, na metade do século, veio a ser configurada uma nova imagem no meio corporativo: a do gestor desvinculado da figura de proprietário<sup>34</sup>. Porém, tamanho poder nas mãos de um indivíduo era deveras tortuoso, uma vez que, muitas vezes, o impacto era em cifras milionárias. Diante disso, passou-se a questionar como limitar o poder de tal gestor. Assim, nos anos 80, veio a teorização de que os acionistas, mesmo que minoritários e passivos, poderiam fazer parte de e interferir

---

<sup>32</sup> FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedade mercantis**. 5. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Editora Nacional, 1958. v. 1: Introdução histórica (índice alfabético, bibliográfica e legislação). p. 218.

<sup>33</sup> *Ibid.*, p. 219-220.

<sup>34</sup> Os autores Adolf Berle e Gardiner Means vieram a fazer extensa análise na obra denominada "*The Modern Corporation and Private Property*" e discorrem sobre a necessidade da divisão ser realizada de maneira essencial para uma continuidade da empresa de maneira a não encontrar solavancos. Essa obra veio a influenciar, de maneira ímpar, as produções doutrinárias do autor brasileiro Fábio Konder Comparato. BERLE JUNIOR, Adolf A. **Power without property**. Nova Iorque: Harcourt, Brace and Company, 1959.

nas decisões da companhia. Nascem, então, os conselhos guardiões e de administração para que os interesses de todos fossem considerados (mesmo que de maneira minoritária). Assim, diversos conflitos de agência<sup>35</sup> começaram a ser resolvidos, antes mesmo de ocorrerem<sup>36</sup>.

Após essa breve explicação sobre a formação e crescimento do capitalismo, a revolução da indústria em um todo e o desenvolvimento da administração, é possível adentrar à Governança Corporativa com mais propriedade, visto que essa é o produto resultante do já exposto.

Dentre as grandes mudanças internas impostas a partir da implementação da Governança Corporativa nas empresas, pode-se elencar três principais: o relacionamento acionista-corporação; atuação da direção executiva; e constituição de conselhos de administração.

A primeira grande alteração promovida gerou como fruto a completa divisão entre propriedade e gestão da companhia. O que ocorria era que, anteriormente, certos indivíduos possuíam acesso privilegiado à informação, poucas relações formais com a empresa e inconformidades estatutárias. Tudo isto ia em contramão do esperado, dessa forma, a partir da mudança, as seguintes questões passaram a ser consideradas: transparência, relações formais e regulares, democracia acionária e retribuição de maneira apartada da participação na companhia<sup>37</sup>.

Já a segunda mudança foi a alteração do foco da gestão. É importante ressaltar que essa não deve ter em seu âmago a autopromoção do agente, pois, normalmente, as ações nesse sentido, em caso de enfrentamento de gestões focadas no curto prazo, são feitas de maneira defensiva para evitar demissões e atingir resultados. Logo, deve-se possuir clareza total em informações prestadas pelos gestores sobre sua atuação, sem ocultação de fatos. Com essa mudança, foi possível dirimir grande parte dos conflitos de agência existentes. De forma concomitante, houve movimento de empoderamento dos acionistas, dando ainda mais força à aplicação da nova governança corporativa ao implementar maior igualdade entre acionistas. Isso fez contrapor eventuais vícios de gestão que não estivessem de maneira alinhada com

---

<sup>35</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S./], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021.

<sup>36</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 78-80.

<sup>37</sup> Ibid., p. 90.

todo o plano de negócios da companhia e eventuais desvios de conduta, permitindo, assim, maior democracia nas decisões tomadas<sup>38</sup>.

Já antes da terceira modificação trazida pela “boa” Governança Corporativa, percebia-se que, em diversos momentos, os antigos conselhos de administração não participavam de maneira ativa da gestão da companhia e ainda possuíam cadeiras vitalícias, recebendo bonificação para tal. Após a alteração, traçou-se a necessidade dessas composições serem alteradas periodicamente, sempre de maneira que houvesse cobrança e avaliações quanto à direção dos amplos poderes que possuíam para que o objetivo e resultados da empresa fossem atingidos<sup>39</sup>. E, conforme traz Carvalhosa<sup>40</sup>, de maneira a fundamentar o conceito do conselho de administração, o órgão é nada mais, nada menos que, definido por lei, como órgão de deliberação.

É necessário pontuar que, em diversos momentos, podemos imaginar que a Governança Corporativa vem a agir de maneira a dar voz a grupos minoritários ou *stakeholders*. Entretanto, isso não pode ser tratado como verdade absoluta. Devemos manter claro que a Governança Corporativa, quando bem aplicada, tem como intuito defender a empresa de uma gestão pífia, perpetuando a companhia. Para isso, em alguns momentos, deve-se escutar grupos minoritários<sup>41</sup>.

Dessa maneira, Santos<sup>42</sup> versa que

(...) a forma panfletória (*sic.*) e oportunista como a governança corporativa vem sendo tratada empobrece ridiculamente as discussões e faz com que o assunto tenha sido muito mal compreendido. Uma destas distorções é a que identifica a governança como um instrumento de conveniência e defesa de acionistas minoritários, em contraposição aos majoritários. (...) A verdadeira posição da governança corporativa é a favor da empresa, como um todo, sem distinção ou favorecimento a grupos minoritários ou majoritários.

---

<sup>38</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 90.

<sup>39</sup> ANDRADE; ROSSETTI, loc. cit.

<sup>40</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva. 2009. v. 3: Arts. 138 a 205. p. 7.

<sup>41</sup> PONTES, Camilla Corrêa de; ESPIR, Giovanna. Governança Corporativa e Meio Ambiente: Considerações Sobre o Caso Brumadinho. In: RAMUNNO, Pedro Alves Lavacchini (org.). **Direito Societário e do Mercado de Capitais em Debate**: Barragens, Crise Ambiental e Responsabilidade. 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 256.

<sup>42</sup> SANTOS, Aline Menezes. Reflexos Sobre a Governança Corporativa no Brasil. **Revista do Direito Mercantil**, Malheiros, v. 42. n. 120, 2003. p. 234

Ou seja, devido a uma falta de seriedade por parte das companhias, principalmente as brasileiras, o uso da Governança Corporativa como meio para manter a empresa perene acaba por não se sobressair como utilização principal do artifício. E, assim, gera uma percepção errônea sobre o uso dessa ferramenta em prol do mundo negocial.

O fenômeno ocorre não só no Brasil, mas em diversos países em desenvolvimento, como Rússia e Índia. Nessas localidades, a participação majoritária em grandes partes das empresas está centrada em famílias abastadas, ou, até mesmo, o Estado tem o controle acionário. Assim, a legislação de proteção ao sócio minoritário é escassa, o que gera um efeito dominó de centralização e abandono deste<sup>43</sup>.

Dessa forma, é possível obter, de relance, noção da realidade brasileira quanto à Governança Corporativa. Essa é levada de maneira um pouco diferente do parâmetro global, pois, como elaborado no decorrer deste capítulo, a Governança Corporativa foi preconizada e é de utilidade para resoluções em conflitos de agência. Porém, no Brasil, os conflitos são entre controladores frente a *stakeholders* e acionistas não-controladores<sup>44</sup>.

Há diversas abordagens conceituais no que tange à Governança Corporativa. Dentre elas, Silva elenca, por exemplo, que “a governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas”<sup>45</sup>.

E, ainda, o autor<sup>46</sup> traz que

O sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, distribuindo direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, tais como conselho de administração, diretoria, proprietários e stakeholders.

---

<sup>43</sup> PARGENDLER, Mariana. Corporate Governance in Emerging Markets. *In*: GORDON, Jeffrey; RINGE, Wolf-Georg. **The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 916-917.

<sup>44</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil: Histórico Comparativo e Perspectivas**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 395.

<sup>45</sup> CADBURY COMMITTEE apud. SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**: Guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 19.

<sup>46</sup> WITHERELL apud loc. cit.



Não obstante, o conceito trazido à luz do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)<sup>47</sup>:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos e controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade

Em suma, por mais diversas que sejam as conceituações trazidas através de teorias (seja em âmbito como guardiã de direitos, como sistema de relações, como sistema normativo ou como estrutura de poder), pode-se reparar que todas apresentam conceitos e finalidades coesas e similares. E, mais importante, desde seu início, são baseadas nos mesmos pilares principiológicos que serão abordados na sequência.

## 2.2 Pilares da Governança Corporativa

Por mais que, no decorrer da evolução do capitalismo e da ciência da administração em si, os princípios normativos da Governança Corporativa tenham se posto de maneira quase que sem distorções, alguns marcos merecem certo destaque.

De maneira direta, o que veio a promulgar, de fato, a existência e a delimitação legal quanto à gestão corporativa foi a Lei de Sarbanes-Oxley (SOX). Essa lei foi promulgada em 2002 pelos senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley, dos Estados Unidos, e veio a funcionar como filtro para a boa Governança Corporativa. Ou seja, se as práticas de governança aplicadas na companhia se enquadram na SOX, pode-se considerar que a governança está sendo realizada de maneira diligente, evitando conflitos de agência e alinhando os interesses dos acionistas com os dos gestores da companhia.

A referida norma promulga, em seu texto, todos os princípios centrais da Governança Corporativa: o *compliance*, *accountability*, *disclosure* e *fairness*. Todas as normas implicadas pela lei podem ser divididas, exatamente, dentre os princípios da Governança Corporativa. Assim, a SOX é considerada, por grande parte da

---

<sup>47</sup> IBGC apud loc. cit.

doutrina, o principal marco da Governança Corporativa, pois pode-se aplicar representatividade e utilização para os princípios, tornando-os mais tangíveis.

Houve três questões principais que vieram a se consolidar como tripé de sustentação para que a SOX tenha sido promulgada nos Estados Unidos da América em 2002. O primeiro notório ponto é o ativismo de Robert Monks, que, mesmo sendo empreendedor de sucesso, foi a todo momento, crítico da divisão social que compunha. Em suas principais obras, veio a defender a necessidade de um equilíbrio entre os princípios como autorregulação e eventuais normativas de regulação da Governança Corporativa<sup>48</sup>.

O pioneirismo de Monks sobreveio em diversos âmbitos e pode ser reparado de várias maneiras. Entre elas, a questão de que o mundo corporativo não passava de uma “torre de babel”<sup>49</sup>, pois não possuía regulamentação expressa sobre seu funcionamento, necessitava de mais estudos e discussões no âmbito empresarial de maneira a gerar algo mais sólido para administradores e corporações em geral<sup>50</sup>.

Assim, percebeu-se a necessidade de que a prestação de contas fosse encarada como essencial para a ato preservação da companhia uma vez que, anteriormente, essa etapa não era realizada de maneira diligente, gerando danos a acionistas e interessados na empresa. Nesse sentido, a transformação trazida pelo ativista foi centrada, principalmente, na proteção do acionista minoritário passivo de forma que ficasse amparado pelas normas, não sendo lesado por possuir somente um pequeno percentual de participação na empresa e merecendo um tratamento justo e equivalente ao dado aos acionistas majoritários (*fairness*)<sup>51</sup>.

A partir disso, chegou-se, em sua obra *Power and Accountabillity* publicada pela primeira vez no ano de 1991, às discussões público-privadas e a prevalência da “inteligência organizada”, a fim de demonstrar a necessidade de manter certa conduta moral dentro das companhias e evitar problemas entre governos e entidades privadas (*compliance*)<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 157.

<sup>49</sup> O intuito da expressão, com base no mito da Torre de Babel, é demonstrar que há incomunicabilidade entre modos diferentes adotados pelas companhias na época para gerir seus negócios, pois a falta de regulamentação e princípios para tal geravam um ambiente amplo para experimentação e tentativas como julgassem aplicável para o caso em que se encontravam.

<sup>50</sup> Ibid., p. 156.

<sup>51</sup> Ibid., p. 155.

<sup>52</sup> Ibid., p. 156.

O segundo ponto de apoio do tripé existencial para a SOX foi a realização do Relatório de Cadbury, produzido no ano de 1992, no Reino Unido. Ocorre que, em comparação ao ativismo de Robert Monks, ele veio a possuir caráter muito menos personalístico, porém não menos importante para a sustentação da Governança Corporativa como conhecemos atualmente. O comitê que elaborou o referido relatório teve como principal foco as questões financeiras da Governança Corporativa. A ideia principal do documento era gerar maior transparência (*disclosure*) das questões financeiras e uma prestação de contas mais responsável pelos administradores (*accountability*), aumentando o fluxo de informação que chegava aos acionistas. Assim, seria possível uma análise de desempenho da companhia por qualquer interessado<sup>53</sup> na mesma.

Para tanto, uma série de medidas são previstas. Por exemplo, caso houvesse necessidade, a constituição de comitês de auditoria poderia ser solicitada para averiguar a veracidade das informações que estavam sendo repassadas. Dessa forma, havia uma interação ativa entre executivos, conselheiros, auditores e acionistas. Além disto, o relatório teve fundamental participação para a criação de um código de governança, compilando as melhores práticas para a companhia se ater<sup>54</sup>.

De maneira concisa, com a promulgação da SOX, foi formalizada, pela primeira vez, a caracterização do *audit committee* ou comitê de auditoria. Por mais que fosse uma figura já existente no monitoramento de informações e controles contábilísticos de sociedades anônimas de capital aberto e livremente negociadas no mercado de capitais, a partir de sua implementação legal, deu-se a necessidade de implementar, a cada companhia aberta, um comitê distinto no Estados Unidos da América.

O dever de um *audit committee* é, principalmente, supervisionar a elaboração de quaisquer relatórios financeiros, das atividades de auditores independentes e controles internos. Além disso, deve realizar a revisão de todas as etapas financeiras e de produção necessárias<sup>55</sup>.

Trazendo para a realidade corporativa brasileira, o IBGC conceitua que a existência de um conselho de auditoria não isenta a de um conselho fiscal. O primeiro

---

<sup>53</sup> SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**: Guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 29.

<sup>54</sup> SILVA, loc. cit.

<sup>55</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 195.

tem a obrigação de ser um órgão de assessoria para o conselho de administração, já o segundo necessita fiscalizar, de fato, os atos da administração<sup>56</sup>.

Na sequência, a implementação dos princípios da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OCDE) completa a base que deu subsídio para a promulgação da SOX. Essa organização consiste em um conglomerado de 30 dos países mais desenvolvidos do mundo e possui relações diretas e indiretas com mais 70 países, sociedades em geral e Organizações Não Governamentais (ONGs) de caráter mais esparso possível. Dentre os pontos do tripé de sustentação, esse é o de maior importância para a Nova Governança Corporativa.

Os princípios da OCDE foram baseados em uma tríade, a fim de estabelecer as melhores práticas de Governança Corporativa a serem adotadas pelas companhias. Essa tríade é composta pela mobilização do mercado de capitais, o crescimento das corporações e o desenvolvimento das nações. O ponto de conversão entre os três eixos de maneira concomitante foi definido como as melhores práticas de Governança Corporativa pela OCDE. Assim, o projeto foi idealizado com o intuito de desenvolver esses princípios de maneira que os países membros tivessem a governança corporativa de maneira institucionalizada<sup>57</sup>.

Conforme o preâmbulo da publicação de *Principles of Corporate Governance*, eles são, em suma: (i) não existe somente uma maneira correta para aplicar a governança corporativa, existe, assim, mais de um modelo possível; (ii) as práticas de governança precisam ser adaptadas e atualizadas pelas companhias, de maneira que se mantenham competitivas no mercado; (iii) o governo necessita atuar de maneira diligente, fazendo com que a regulamentação sobre a governança das companhias seja possível de ser flexibilizada, porém de maneira a não atentar contra os direitos dos *shareholders* e *stakeholders*; (iv) cada país deve ter seu código de governança adaptado aos interesses das corporações, dos órgãos que regulam o mercado de capitais e dos acionistas; (v) os princípios devem assegurar o bom desempenho econômico nos países e a integridade do mercado; e (vi) os princípios devem ser

---

<sup>56</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 59.

<sup>57</sup> ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 171.

tratados de maneira evolutiva, carecendo serem revisados sempre que necessários por qualquer questão envolvendo as corporações e o mercado<sup>58</sup>.

Analisando a publicação, os princípios elaborados pela OCDE não são o que pode ser considerado “restritivos”. Ocorre que, como não existe somente uma maneira de aplicar boas práticas de governança corporativa, os princípios somente funcionam como um indicativo de caminho que as práticas devem seguir. Dessa forma, foi possível que os Estados Unidos desenvolvessem suas melhores práticas de governança corporativa através de modelos *shareholders-oriented*, enquanto a Alemanha e o Japão vieram a desenvolver suas melhores práticas a partir de modelos *stakeholders-oriented*.

Quanto ao normalmente aplicado nos mais diversos países, e aplicado no Brasil, há a delimitação de quatro princípios de “Nova” Governança Corporativa. Esses princípios podem ser observados na SOX, criada a partir do suporte dado pelo tripé exposto anteriormente.

### 2.2.1 Disclosure

Esse princípio, que foi um dos focos principais do Relatório de Cabdury, muito provavelmente, é o que melhor vem a abarcar a tentativa de incluir os *stakeholders* nas decisões tomadas pela companhia. Isso porque, de acordo com o IBGC, o *disclosure* é o pilar gerador do desejo da companhia de disponibilizar qualquer informação às partes que tenham interesse, não havendo uma obrigatoriedade em simplesmente ater-se às necessidades de lei sobre o que deve ser compartilhado ou não. É de suma importância que, nesse quesito, os ideais econômico-financeiros não sejam levados como o principal, mas que seja qualquer fator relevante, mesmo que intangível, levado como influenciador do *modus operandi*. Dessa forma, a companhia será otimizada e se perpetuará com mais facilidade no tempo, cumprindo a sua função social<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Organization for Economic Co-operation and Development. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: Éditions OCDE, 2016. *E-book*. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 21 abr. 2021.

<sup>59</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 20.

Andrade e Rossetti<sup>60</sup> trazem uma abordagem mais incisiva, já que, de acordo com os autores, o princípio versa sobre a transparência, principalmente em relação às informações de alta relevância ao negócio, ou seja, as que venham a envolver oportunidades, riscos e resultados para acionistas ou interessados na companhia. Em outras palavras, esse pilar é explicitamente sobre a tentativa de apresentar a companhia como parte da sociedade *lato sensu*, divulgando tudo a todos que podem ter qualquer tipo de interesse aos fatos. É necessária uma relação de confiança mútua entre a companhia, o acionista e os *stakeholders* – sendo perceptível, sob qualquer ótica, os acontecimentos internos da companhia (sejam questões políticas, medidas internas ou contabilidade em si)<sup>61</sup>

Na sequência, é importante delimitar o posicionamento da legislação brasileira sobre o tema. A Lei nº 6404/76<sup>62</sup>, conhecida como a Lei da Sociedade Anônima (LSA), possui certos pilares que são muito importantes para o presente trabalho. Entretanto, a lei anterior que tratava sobre o tema, datada da década de 40, trazia, em seu texto, restrição quanto à necessidade de explanar o estado financeiro da companhia, devendo somente ser apresentados documentos básicos, como balanço geral, contas e relatórios da diretoria. Assim, o intuito de tal normativa era de manter a discricionariedade e preservar as informações das atividades negociais da sociedade. Porquanto, no que tange ao texto da LSA, reescrito na segunda metade do século XX, e com alterações de artigos adicionadas posteriormente, houve uma mudança brusca em como deveria ser realizada a divulgação e quais informações deveriam ser levadas ao conhecimento.

Desde o advento da LSA na década de 70, há o dever informar, por parte do administrador, fatos que partem desde a situação patrimonial dos administradores até mesmo fatos negociais relevantes da companhia. Esse dever acaba por completar o direito que os acionistas possuem de serem informados, sendo, assim, um reflexo ao artigo 109 da mesma lei<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 140.

<sup>61</sup> PORTO, Ederson Garin. **Compliance & Governança Corporativa: uma abordagem prática e objetiva**. Porto Alegre: Lawboratory Press, 2020. p. 97.

<sup>62</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020.

<sup>63</sup> Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

Nessa senda, o sistema de *full disclosure* acaba por salvaguardar direitos importantes para investidores, além de constituí-los. A função negocial e jurídica existente através dele acaba por afetar interessados (terceiros ou não) e eventuais atingidos pelo ocorrido na sociedade no âmbito negocial ou, até mesmo, legal<sup>64</sup>.

Tendo em vista essas questões, é pertinente que se trate, ainda que de uma maneira breve, sobre as questões em torno da divulgação de um fato relevante<sup>65</sup>. Grandes questões negociais, jurídicas e institucionais referentes à companhia devem ser imediatamente comunicadas aos investidores, qual seja o seu caráter. A LSA até prevê, em seu artigo 158<sup>66</sup>, que é ilícito extremamente grave<sup>67</sup> essa omissão mesmo que nenhum dano venha a ser computado pela não divulgação do fato.

O artigo anterior é possível unicamente pela existência do artigo 157<sup>68</sup>, da mesma lei, no qual há a colocação do derradeiro dever do administrador da companhia, que seria de informar, ou seja, em tradução livre, *disclosure*. O termo, também chamado de princípio da transparência, é o ponto principal e mais enraizado dentro da Governança Corporativa como um todo. Sem a ampla aplicação desse princípio, os sequentes tornam-se de aplicação ruínosa. Para Eizirik<sup>69</sup>,

Para os acionistas de companhias abertas, a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de

---

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020.

<sup>64</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários À Lei De Sociedades Anônimas**. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva. 2009. v. III: arts. 138 a 205. p. 343.

<sup>65</sup> De acordo com Carvalhosa, fato relevante é toda informação que possa gerar qualquer tipo de impacto na liquidez, valor ou cotação de valores mobiliários ligados a companhia frente ao mercado de capitais. CARVALHOSA, loc. cit.

<sup>66</sup> Artigo 158. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020.

<sup>67</sup> Eizirik comenta, ainda, sobre a possibilidade de sigilo do fato relevante. Essa questão é extremamente única, sendo uma exceção ao texto legal. A possibilidade de manter o sigilo somente compete quando a sua divulgação vier a comprometer determinada negociação da companhia ou vier a favorecer concorrentes por segredos industriais. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Porém, bem pontua Carvalhosa que essa possibilidade se encontra em desuso, visto que a Comissão de Valores Mobiliários vem crescentemente aumentando o rol de situações em que a imediata publicação é necessária. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva. 2009. v. III: arts. 138 a 205. p. 341.

<sup>68</sup> Artigo 159. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020

<sup>69</sup> EIZIRIK, op. cit., p. 157.

informações privilegiadas. Ademais, permite-lhes saber quem controla ou tem participações minoritárias relevantes na companhia. Para os credores, o *disclosure* também é fundamental, uma vez que lhes possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio, dado o princípio da responsabilidade limitada dos sócios. **Para o mercado, a informação também é essencial, uma vez que o conhecimento da situação financeira da companhia permitirá a “precificação” dos títulos por ela emitidos.** (grifo nosso)

Em outras palavras, a necessidade de transparência por parte da gestão e da empresa interfere de maneira direta no mercado, em suas dívidas e na sociedade. É plausível o comentário que o mercado de títulos é diretamente ligado ao risco que a empresa entrega aos credores. Quanto mais alto o risco, maior a taxa de retorno. Logo, se o risco for baixo, a taxa de retorno também deverá ser<sup>70</sup>.

A importância de transparência cristalina na gestão e na saúde da companhia acaba por ser tão bem recebida que, de maneira voluntária, diversas empresas estão publicando relatórios referentes a políticas sociais e, até mesmo, ambientais, já que possuem completa noção da responsabilidade junto a essas duas questões<sup>71</sup>.

Além disso, Eizirik<sup>72</sup> ainda traz que

(...) o *disclosure* pode desempenhar um importante papel de melhorar as práticas da chamada “governança corporativa”. Em primeiro lugar, permite que os acionistas, uma vez bem informados, possam melhor exercer o seu direito de voto, assim como **fiscalizar de forma mais eficaz os administradores, no exercício de seus deveres fiduciários**. Também apresenta efeitos positivos em alguns mecanismos essenciais de controle de gestão dos administradores: (i) a companhia é melhor avaliada no chamado “mercado de controle”; (ii) reduz-se o risco de os administradores atribuírem-se salários e outros benefícios despropositados; e (iii) **obriga-se os administradores a submeter as suas políticas de captação de recursos e de investimentos ao permanente escrutínio do mercado.** (grifo nosso)

Nesse sentido, o dever de transparência torna-se essencial para uma boa gestão e para bons impactos sociais da companhia. Além disso, é inegável que, para a empresa ser perene e sustentável economicamente, será necessário captar recursos no mercado, através de crédito ou investimentos. E, ao passo que ela possuir

---

<sup>70</sup> COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Law & Economics**. Boston: Pearson Education, 2004. p. 223-224.

<sup>71</sup> DAVIES, Paul. **Gower and Davies: Principles of Modern Company Law**. 7 ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2003. p. 531.

<sup>72</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 157-158.



bom histórico com investidores e uma relação construída de maneira translúcida, a divulgação de relatórios verossímeis com a realidade é o mínimo esperado.

Não suficientemente, esse princípio desenvolve importância *ultra* pela questão de que, através de relatórios e divulgações diáfanas, será possível suprir os deveres da prestação de contas e de fiscalização dos sócios frente à administração e à companhia como um todo.

### 2.2.2 *Fairness* ou *Equity*

Quando se fala de *Fairness* ou de *Equity*, é importante frisar que ambos termos podem ser usados para denominar o mesmo princípio, nascido do esforço do já comentado Robert Monks. A diferença se dá na referência usada: o IBCG ou os doutrinadores.

O IBCG traz que *Equity* é o tratamento isonômico entre os *stakeholders* e os sócios (minoritários e majoritários), levando, a todo momento, seus deveres, necessidades, expectativas, direitos e interesses em conta nas decisões tomadas pela companhia. Esse processo sempre visa ao tratamento justo<sup>73</sup>.

Já Andrade e Rossetti trazem o conceito sob o nome de *Fairness*. De acordo com os doutrinadores, esse nome se dá por razão de tratar explicitamente do senso de justiça que cada companhia possui, pois há necessidade de tratar o sócio minoritário de mesma maneira que se trata o sócio majoritário, tanto em relação aos lucros, aumento de valor e resultado das operações, quanto em participação ativa e voz em assembleias gerais<sup>74</sup>.

De maneira subsequente, a LSA contempla em seus artigos, em diversos momentos, a necessidade de tratamento isonômico no que se refere à dicotomia entre sócio majoritário e minoritário. No artigo 117 da LSA, percebe-se, até mesmo, proteção ao acionista minoritário, devendo os atos de gestão que prejudiquem esse acionista serem vedados<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 21

<sup>74</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 140.

<sup>75</sup> Faz-se o adendo novamente sobre a questão de que, em algumas companhias, a gestão é realizada pelo sócio majoritário. Enquanto, para outras, a gestão pode ser realizada por pessoa que não possui participação societária na empresa. Dessa forma, a preservação do sócio minoritário a partir de dispositivos legais a fim de evitar o abuso de poder, o desvio de poder e o abuso de direito são necessárias para a sustentabilidade da empresa, conforme será tratado no ponto 3.1.1.

Sobre o artigo 117 da LSA, alínea “a”, Eizirik<sup>76</sup> comenta que

A modalidade também prevista na alínea “a”, consistente em levar a companhia a favorecer outra sociedade em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, é das mais relevantes, ocorrendo muitas vezes na prática dos negócios, particularmente em grupos de sociedades “de fato”, nos quais não há, como nos de direito, uma convenção de grupo (artigo 265). A administração geral do grupo de direito pode adotar legitimamente medidas contrárias ao interesse dos acionistas minoritários de cada companhia que o integra, desde que prevista na convenção (artigo 276). Já no caso dos “grupos de fato” (expressão não utilizada na Lei das S.A.), as sociedades integrantes encontram-se vinculadas apenas por meio de participação acionária, mediante relação de controle ou de coligação, sem uma convenção de grupo, preservando cada companhia sua plena autonomia, sem qualquer subordinação aos interesses gerais do grupo ou da sociedade controladora.

O excerto demonstra a complexidade do tema, uma vez que, além de trazer acontecimentos passados de cadeias societárias, também reforça o quanto uma gestão injusta vem a prejudicar o sócio minoritário por clara situação de conluio entre sociedade controladora e controlada. Outro aspecto que traz ainda mais desafios é o fato de que, como, no início do capitalismo, tal cadeia societária jamais teria sido percebida, o que evidencia uma dificuldade por parte das empresas em acolherem esses novos cenários, fazendo as adaptações necessárias.

Nesse sentido, observa-se que, atualmente, grandes empresas de caráter multinacional, normalmente, vêm a apresentar estruturas societárias tão complexas que fazer seu mapeamento é uma tarefa que beira o impossível. Por exemplo, não é difícil encontrar uma empresa no Brasil que é controlada por uma americana e possui suas cotas em um fundo que é comandado por uma *holding*<sup>77</sup> nas Ilhas Cayman.

---

<sup>76</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 80 ao 137. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 250.

<sup>77</sup> O termo tem origem na língua inglesa a partir do verbo “to hold” e tem em seu plano de fundo a ideia de “manter”, “assegurar”, “guardar” e “controlar”. Assim, *holding* define-se como empresa que gere outras companhias devido a quotas integralizadas ou ações em sua titularidade. Sendo assim, a única atividade é controlar outras empresas – e nada mais. ARAÚJO, Elaine Cristina de; JÚNIOR, Arlindo Luiz Rocha. **Holding**: visão societária, contábil e tributária. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2018. p. 1.

### 2.2.3 Accountability

Tanto a doutrina sobre o tema<sup>78</sup>, quanto o IBGC<sup>79</sup> – em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa – trazem a questão de *accountability*, ou prestação de contas, como um dos pilares principais da Governança Corporativa. Essa é uma herança direta do Relatório de Cadbury, no qual é deixada clara a necessidade de a prestação de contas ser feita de uma maneira concisa, clara e tempestiva pelos agentes de governança. Nesse caso, esses agentes são os responsáveis integrais pelos atos ou omissões e sua atuação deverá ser, portanto, diligente<sup>80</sup> e responsável a todo momento.

Ressalta-se que a *accountability* será um dos princípios de maior importância para o desenvolvimento a respeito do tema do presente trabalho de conclusão, tendo em vista a necessidade de dispor e apresentar contas da companhia da maneira mais aberta e diligente possível.

O artigo 122 da LSA<sup>81</sup>, em seu inciso III, estipula que a assembleia geral da companhia é o órgão competente para tomar e aprovar contas da gestão dos administradores, além de deliberar a respeito das demonstrações financeiras. Entretanto, isso não isenta a necessidade da apresentação de contas de maneira mais aberta possível. Caso os documentos e demonstrações referentes à saúde econômica da empresa sejam pertinentes e interessantes, eles devem ser apreciados pelo público.

Ressalta-se que não é de caráter compulsório a apresentação de contas e resultados financeiros para todos. Entretanto, a sua veiculação é um ato de boa-fé,

---

<sup>78</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 140.

<sup>79</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 21.

<sup>80</sup> Versa Eizirik sobre o dever de diligência: “o primeiro dos deveres é o de diligência, o qual constitui o mais importante – e de difícil caracterização – de todos. Sua importância reside no fato de constituir, mais que um dever, a transposição de um princípio geral do direito, que sempre acompanha a execução de qualquer obrigação, para o âmbito da gestão das companhias”. EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada: artigos 138 ao 205**. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 115.

<sup>81</sup> Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas. Art. 122. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020

demonstrando que a empresa trata os interessados e acionistas de maneira igualitária – além de nutrir a confiança na gestão atual da companhia.

É necessário um breve adendo quanto ao *disclosure* e sua influência aqui, pois o princípio do *disclosure* acaba por se mostrar como essencial para a Governança Corporativa, principalmente, porque ele serve como base para a efetivação dos princípios subsequentes. A *accountability* somente pode ser levada a seu quo por uma gestão transparente. Assim, o dever de informar acaba sendo o nascedouro da prestação de contas de maneira clara, ampla e diligente<sup>82</sup>, o que torna possível a aplicação do artigo 133 da LSA<sup>83</sup>.

O referido artigo trata de maneira clara a aprovação de contas no ambiente empresarial brasileiro. Assim versa:

Art. 133 – Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária. Por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas  
I – O relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;  
II – A cópia das demonstrações financeiras;  
(...)

O direito de fiscalização da gestão da companhia, por parte do acionista, é indiscutível. No artigo 109, a LSA codifica exatamente isso. Entretanto, a gestão tem o dever de oferecer os documentos pertinentes para que a análise do acionista possa ser realizada de maneira correta e não influenciada por omissões.

#### 2.2.4 Compliance

No último pilar de sustentação da Nova Governança Corporativa, também fortemente influenciado pelo ativismo de Monks, encontra-se o instituto do *compliance*. Nesse, deve-se, sempre, manter sob a ótica de administração da empresa a viabilidade econômico-financeira do negócio, visando diminuir qualquer externalidade negativa e procurando as positivas através da boa administração. Além disto, deve-se, a todo momento, cumprir qualquer norma regulatória, seja imposta

---

<sup>82</sup> Vide 80.

<sup>83</sup> Art. 133. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020

através de estatutos sociais da companhia, normas reguladoras num geral ou, até mesmo, regimentos internos do país no qual a empresa está localizada. Em outras palavras, o princípio visa manter-se em conformidade com aspectos culturais e legais<sup>84</sup>.

Esse ponto é fundamental para uma boa Governança Corporativa, tendo em vista que, essencialmente, a integridade ética que permeia as relações externas e internas deve ser ligada, concomitantemente, a um incrível senso de justiça<sup>85</sup>. Em função disso, por exemplo, a SOX inseriu como necessidade legal a adoção de códigos de ética por parte das corporações, que devem ser encaminhados a órgãos reguladores e ser amplamente divulgados. No caso de a empresa não adotar um código, deverá explicar os motivos de não o possuir<sup>86</sup>.

Dessa maneira, pode-se averiguar que os quatro pilares que compõem as boas práticas de Governança Corporativa não somente visam ao lucro dos acionistas, como também, adentram a necessidade da gestão da companhia ser realizada de maneira diligente e transparente, de modo que ocorra o acesso a todos no que tange a empresa em questão. Assim, o “capitalismo *stakeholder*”, trazido pelo manifesto de Davos em 2020<sup>87</sup>, se torna possível, permitindo que interessados tenham conhecimento do que ocorre no mercado e possam avaliar o impacto social que a companhia vem gerando. Além disso, também pode vir a demonstrar descontentamento com impactos negativos (como poluição quando não necessária para o bom funcionamento da produção), gerando pressão e obrigando a empresa a se adaptar e enquadrar no esperado.

Em relação à propositura da Governança Corporativa em meados do século XX e sua adequação ao presente funcionamento do mundo empresarial, repara-se que seus pilares se mantêm os mesmos, somente sendo adequados para cada realidade secular. Ou seja, uma nova Governança Corporativa nunca veio a existir, apenas atualizou-se com o passar dos anos, mantendo os seus pilares desde o começo. De maneira similar, podemos reparar a ocorrência do mesmo com o interesse social da companhia junto ao ESG.

---

<sup>84</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 21.

<sup>85</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 142.

<sup>86</sup> *Ibid.*, p. 175.

<sup>87</sup> Vide 5.



### 3 INTERESSE SOCIAL DA COMPANHIA ANTE O ESG

Como elaborado na introdução do presente trabalho, Milton Friedman defendia que o único dever da empresa era gerar valor para os acionistas<sup>88</sup>. Entretanto, diversos estudos foram publicados a fim de gerar um debate frente ao economista, pois essa interpretação norteada pela ideia de *shareholder welfare* pode desencadear uma série de acontecimentos que não são benéficos à companhia.

Assim, há diálogo entre o interesse social da companhia e o ESG, pois o viés institucionalista do interesse social apresenta embasamento para a sua proliferação de maneira orgânica nos meandros societários.

Além disso, é necessário um olhar atendo às variadas tentativas de modelos de gestão que, embora não tenham o acionista como figura central das decisões, buscam meios para manter a Governança Corporativa através da aplicação de seus pilares de sustentação.

Portanto, neste capítulo, propõe-se um olhar macro sobre como o interesse social da companhia pode ser voltado para o acionista, ainda que o valor da empresa, atualmente, esteja fortemente ligado à valorização advinda do ESG.

Para tanto, a construção foi dada de maneira a abordar-se (i) os modelos de interesse social da companhia; (ii) a análise de tentativas de modelos alternativos de gestão; (iii) a necessidade de um olhar atento frente à influência dos *stakeholders* no valor da empresa; e (iv) o crescimento da política ESG por investidores.

#### 3.1 Interesse Social da Companhia

Em um primeiro momento, para definir o interesse social da companhia, é de suma importância compreender como o tema é abordado pelo Direito Societário. Nas palavras de Calixto Salomão Filho, compreender o interesse social de uma companhia é realizar análise da função das sociedades<sup>89</sup>. Para tanto, porém, existe o embate entre duas teorias divergentes: a contratualista e a institucionalista.

Partindo do seu nome, é possível perceber que a primeira é oriunda do contrato, nesse caso, o contrato social que rege a companhia e torna as partes sócias. Isso é,

---

<sup>88</sup> Vide Introdução.

<sup>89</sup> FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 27.

a corrente majoritária existente apresenta que o interesse social da companhia é unicamente atender aos sócios envolvidos nela, gerando mais valor de suas ações.

Esse modelo teve seu crescimento substancial por volta da década de 1960 na Itália, a qual, por sua vez, tem, tradicionalmente, como um de seus pilares jurídicos, o caráter extremamente contratualista – seja no âmbito empresarial, quanto normativo como um todo. Ainda, dentro dessa teoria, existe a vertente que trata do interesse social somente levando em consideração os sócios atuais e a que engloba também os futuros sócios da sociedade em questão. Em outras palavras, quando se trata de interesse social, através do prisma contratualista, tem-se uma visão completa e concreta sobre o intuito empresarial, sendo essa a concepção do interesse dos sócios<sup>90</sup>.

De acordo com Salomão Filho<sup>91</sup>,

Como o contrato social é de execução continuada e o interesse social é o interesse do grupo de sócios, aquele interesse social pode ser constantemente revisto e desconsiderado de modo explícito quando se trata de decisão unânime dos sócios.

Com o excerto, pode-se ter uma ideia a respeito da literalidade de seus conceitos quando demonstra a necessidade de o interesse social ser concreto segundo o viés contratualista. Entretanto, a partir da existência de um número alto de sócios, pode ocorrer uma dificuldade de compreensão entre as diferenças de interesse da sociedade e interesse dos sócios em si, pois, no caso de uma sociedade anônima de capital aberto, é improvável manter os interesses alinhados de maneira exemplar – afinal de contas, o número de acionistas pode ser o mesmo que a quantidade de quotas emitidas.

Apesar das questões levantadas, essa é a visão clássica para tratamos de contratualismo frente ao interesse social. Hodiernamente, a visão moderna pontua de maneira fulcral tal elemento.

O determinismo torna-se crasso no âmbito moderno dessa teoria, afinal o interesse social da companhia já é pré-estabelecido – sendo inerte a qualquer sociedade, de capital aberto ou fechado. Assim, tal objetivo da sociedade (e dos

---

<sup>90</sup> FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 29.

<sup>91</sup> COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Law & Economics**. Boston: Pearson Education, 2004. p. 223-224.



sócios envolvidos) vem a ser gerar valor às ações, não importa o custo que esteja envolvido na situação<sup>92</sup>. Podemos, ainda, reparar como a concepção, mesmo que recente, encontra-se em conformidade com o trazido por Friedman<sup>93</sup> na metade do século passado.

Porém, esse não é o único segmento defendido pela doutrina como interesse social plausível para a companhia. Há, também, a existência da corrente conhecida como institucionalista. Dentro dessa, podemos delimitar ainda duas grandes linhas para tal: a publicista e a integracionista.

Devido a grandes problemas sociais advindos de uma nação destruída pela guerra, como a Alemanha, a vertente teve de contribuir de maneira social em todos os âmbitos possíveis. Assim, após a Primeira Guerra Mundial, a situação econômica alemã era deveras preocupante. Entretanto, quando grandes crises são enfrentadas, modos diferentes de desenvolver os negócios (no sentido amplo da palavra) são criados e a grande percepção no momento fixou-se nas questões sociais. Ou seja, a construção da teoria envolve a apresentação de que o interesse social da companhia, quanto a macroempresa, é meramente público e não deve ser de gozo dos sócios da empresa ou de sua gestão (até mesmo porque, se fosse do interesse da gestão, teríamos um claro conflito de agência)<sup>94</sup>.

Todavia, esse posicionamento acaba por gerar incongruências principiológicas sobre a importância de certos agentes dentro de uma sociedade. A título de demonstração, cita-se a assembleia como órgão deliberativo de interesse dos sócios (principalmente minoritários). Dessa forma, partindo da premissa que o interesse publicista deve permanecer, de nada as opiniões e vontades de sócios deverão ser levadas em conta já que podem desvirtuar, de maneira considerável, qualquer vantagem que o meio social teria com a companhia.

Assim, também na Alemanha, cresceu outra linha de institucionalismo, o chamado organizacionista. Nesse, também influenciado pelos pós-guerra enfrentados pelos bávaros, o interesse social era tratado de forma ampla. Foi institucionalizada a participação de maneira mais ativa de representantes laborais da indústria, gerando, assim, uma maior conjectura dos interesses também de trabalhadores, sócios e

---

<sup>92</sup> FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 29.

<sup>93</sup> Vide 2.

<sup>94</sup> FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 32-33.

quaisquer interessados no bem estar da companhia – os hoje chamados *stakeholders*<sup>95</sup>. Essa concepção não visa somente ao lucro (ainda que ele seja o elemento mais importante da atividade empresarial uma vez que, se não existisse, não seria interessante manter qualquer indústria), mas, sim, a sustentabilidade da empresa de maneira perene através do tempo de forma a beneficiar o maior número de interessados possível, de maneira correta e imparcial, balanceando a contraposição de opiniões que viria a ocorrer pelo lado dos sócios e dos trabalhadores e interessados<sup>96</sup>.

Entretanto, como um dos autores do anteprojeto da LSA, Lamy Filho<sup>97</sup>, conceitua

É mister, por isso, buscar a difícilíssima linha de conciliação entre o interesse da empresa, cujo êxito deve ser assegurado, do acionista que deve ser protegido contra a fraude, do gestor que precisa de liberdade para agir, do credor que faz jus à segurança de seu crédito e do próprio Estado, fiscal do interesse público em jogo.

Ou seja, realizar a conciliação de todas as vontades, direitos e deveres envoltos em uma companhia é tarefa árdua, porém, a legislação nacional o faz. Dessa forma, a maneira mais apropriada de compreender o interesse social da companhia, através do prisma brasileiro, é partindo de uma análise da LSA. Com o estudo de alguns artigos, é possível reparar a existência concomitante de ambas as correntes anteriormente apresentadas.

Conforme muito bem apontado por Novaes França<sup>98</sup>,

O “acionista”, diz o art. 115<sup>99</sup>, “deve exercer o direito de voto no interesse da companhia”; já o “acionista controlador”, diz o parágrafo

---

<sup>95</sup> O conceito será melhor desenvolvido na sequência.

<sup>96</sup> FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 34-37.

<sup>97</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 7, 1972, p. 123-158. Disponível em: <[https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/252444/mod\\_folder/content/0/LAMY%20FILHO.%20A%20Reforma%20da%20Lei%20de%20Sociedades%20An%C3%B4nimas.pdf?forcedownload=1](https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/252444/mod_folder/content/0/LAMY%20FILHO.%20A%20Reforma%20da%20Lei%20de%20Sociedades%20An%C3%B4nimas.pdf?forcedownload=1)>. Acesso em: 24 abr. 2021.

<sup>98</sup> NOVAES FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 61.

<sup>99</sup> Artigo 115 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei no 6.404/76). BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 22 fev. 2021.

único do art. 116<sup>100</sup>, deve exercer seu “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”; responderá ele, outrossim, por abuso de poder, nos termos do art.117<sup>101</sup>, §1º, alíneas “a”, “b” e “c”, se orientar a companhia para fim “lesivo ao interesse nacional”, ou praticar atos em detrimentos dos acionistas minoritários, “dos que trabalham na mesma ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.”

Em outros termos, a LSA veio por difundir, no ordenamento brasileiro, não uma ou outra linha doutrinária no que tange ao interesse social da companhia, mas sim uma maneira dualística de interpretar as responsabilidades frente aos interesses. Ao passo que o acionista ordinário deve perseguir o interesse contratual, ou, até mesmo, o interesse próprio em obtenção de lucro por sua participação na sociedade, o acionista controlador (ou até mesmo o administrador) deve buscar desde o interesse macro até o micro, sendo, assim, tanto os *shareholders* quanto os *stakeholders* beneficiados pela sua gestão.

Quanto à delimitação do interesse social, é importante frisar a importância do objeto social para tal. Ao passo que esse se encontra definido pela companhia, há a possibilidade de analisar a gestão dos administradores. Tendo isso especificado, torna-se facilitada uma análise dos atos de administração quando eles não vão de encontro ao fim da sociedade, ou seja, ao interesse social de sua existência. Quando as ações gerenciais estão em dissonância ao objeto, podemos dizer que os administradores não estão agindo de maneira a cumprir o interesse social<sup>102</sup>.

Para Guerreiro<sup>103</sup>, “a ideia de interesse social é genuína à ideia de objeto social – entidades que se autonomizam, como valores, em relação à pessoa dos sócios.

---

<sup>100</sup> Artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei no 6.404/76). BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 22 fev. 2021.

<sup>101</sup> Artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei no 6.404/76). BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 22 de fev. 2021.

<sup>102</sup> FOSSATI, Fernanda Rossetto. **Alteração do Objeto Social e Exercício do Direito de Recesso**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2014. p. 25.

<sup>103</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos De Interesse Entre Sociedade Controladora E Controlada E Entre Coligadas, No Exercício Do Voto Em Assembleias Gerias E Reuniões Sociais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v. 22, n. 51, jul/set. 1983. p. 30-31.

Tudo o que não é objeto social contraria e conflitua com o interesse social”. Em outras palavras, o interesse social tem seu nascedouro exatamente no objeto social da companhia, porém deve não ter seu fim, necessariamente, nele. Afinal, devem ser considerados, além dos interesses dos acionistas, quando constituindo a sociedade, o interesse do diversos *stakeholders* que serão afetados e envolvidos pela atuação da companhia no meio social.

Assim, Comparato<sup>104</sup> ainda trata que

[...] o interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao seu interesse comum, de realização do escopo social. A comunhão de interesse existe tanto na sociedade quanto na comunidade. A especificidade da sociedade resulta do fato de ser ela uma *comunhão voluntária de interesses* distinta, portanto, não só da meramente incidente (ou acidental) que ocorre, por exemplo, na avaria comum, como também da comunhão necessária. Ora, quem diz comunhão voluntária refere-se, implicitamente, a um escopo ou objetivo. Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo.

Portanto, dentro do escopo brasileiro, não existe uma conduta única para que os gestores mantenham seus interesses alinhados com o interesse social. Entretanto, os deveres já debatidos no presente trabalho (diligência, lealdade e informação), além do conflito de interesses, foram inseridos na LSA por meio dos artigos 154 a 157<sup>105</sup>. Sendo esses artigos, que tratam de os deveres, analisados exatamente com o intuito de serem balizadores para a consecução do interesse social por parte do administrador. Quanto ao conflito de interesses, um exemplo seria o abuso do poder de voto quando esse promove incompatibilidades entre os interesses acionários junto ao objeto social<sup>106</sup>.

De forma exaustiva, Comparato<sup>107</sup> ainda demonstra que

Para garantir a realização do interesse social, no sentido que acabamos de definir, a lei costuma impor limites à ação do controlador. No sistema *common law*, essa limitação legal ao exercício do controle

---

<sup>104</sup> COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 381-382.

<sup>105</sup> Artigo 154 a 157 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei no 6.404/76). BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 19 mar. 2021.

<sup>106</sup> EIZIRK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. p. 68.

<sup>107</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 382.

é organizada, preferencialmente, em torno da proibição da prática de atos extravagantes do objeto social, entendido definição da capacidade da pessoa jurídica (*ultra vires*). Nos demais sistemas jurídicos, como o nosso, preferiu-se garantir o respeito, em qualquer hipótese, a um certo número de direitos dos acionistas, concebidos analogamente aos direitos individuais do homem e do cidadão na sociedade política (Lei nº 6.404/76, art. 109).

Ou seja, o interesse social, a todo momento, deve ser balizado pelo objeto social da empresa, além da necessidade de impor que todos os votos computados e ações de administradores devam ser levados de maneira o mais ética possível, visando, assim, sempre expor a maioria da vontade da sociedade<sup>108</sup> e, conseqüentemente, deixando de lado qualquer questão egoística quanto ao seu desenvolvimento pessoal para a consecução de fato do que a sociedade esmera.

### 3.2 O Fim da Linha de Modelos Alternativos?

Como apresentado, a visão sob o interesse social e como ele pode se curvar a certos grupos de interesse não é questão nova e, por isso, necessita um pouco mais de profundidade. Dessa forma, no ano de 2000, ocorreu a publicação do artigo *The End of History for Corporate Law*<sup>109</sup>, de autoria de Henry Haansmann e Reinier Kraakman. Esse foi um marco na tentativa de desacreditar e impor um fim em qualquer ideia de visão alternativa e organização da empresa e de seus interesses.

Por mais que diversas escolas de doutrinadores possuam seus próprios prismas de análise (seja o corporativismo oriental ou ocidental, japonês, americano ou alemão), o ideal das corporações é tratado de maneira quase uniforme, somente com alguns ajustes advindos da cultura local. Dessa maneira, é possível elencar os principais pontos que unem o conceito ideal, sendo eles (i) personalidade legal; (ii)

---

<sup>108</sup> Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Colonna Rosman trazem que a questão da maioria dos votantes é “uma exigência do interesse social, que não pode ser prejudicado pelos egoísmos individuais; e é natural e lógico que a vontade do maior número (especialmente segundo o critério objetivo do interesse real) venha a prevalecer; se uma vontade deve decidir, e a unanimidade não é possível, é melhor que a de muitos do que a da minoria”. PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomadas de Contas dos Administradores para a Propositura da Ação de Responsabilidade. In: Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coord.), **Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

<sup>109</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. Cambridge: Harvard Law School, 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2021.

responsabilidade limitada as quotas; (iii) propriedade compartilhada com investidores; (iv) gestão submissa ao conselho de administração; e (v) quotas transferíveis<sup>110</sup>.

Esses pontos são o cerne para que qualquer companhia venha a tratar, com maior seriedade, os interesses dos acionistas e, por seqüência, não obriga qualquer gestão sobre os *stakeholders* da companhia – tanto que esses nem são configuradores nos pontos citados.

Todavia, o posicionamento supra foi respaldado após diversas tentativas, no século passado, de estruturar diferentemente do que se apresenta hoje. Quanto a essas tentativas, podemos citar (i) *Manager-oriented Model*; (ii) *Labor-oriented Model*; (iii) *State-oriented Model*; e (iv) *Stakeholder-oriented Model*<sup>111</sup>.

A gestão orientada pelo viés do administrador (*Manager-oriented Model*) foi implementada, pela primeira vez, nos anos de 1930 e trazia a ideia de que os gestores de grandes companhias e conglomerados deveriam possuir discricionariedade total sob suas decisões. Isso ocorria pois acreditava-se que o agente que está à frente da companhia não deveria ser “comandado” por bancos e agentes fiduciários, além de poder tomar as decisões que julgava serem, de fato, as melhores, não se preocupando com dinheiro – ou seja, que não deixaria os interesses dos acionistas em primeiro, mas sim de outros. E, por mais que grande parte da doutrina relacionada à responsabilidade social até a década de 60 venha a defender essa tese, a queda do “gerencialismo” como modelo a ser seguido veio a sofrer uma derrocada e, por fim, abandonado. Porém, atualmente, é de conhecimento amplo que não é possível entregar a um gestor discricionariedade total. Quando isso ocorre, normalmente, os administradores acabam por prezar somente interesses próprios, mesmo que sejam o mais bem intencionados possível. Por causa disso, é plausível supor que teríamos um problema para a geração de valor para o acionista ou para a perenidade da companhia ao longo dos anos<sup>112</sup>.

Por mais que o conceito anterior tenha melhor se desenvolvido na América, na Europa, desenvolvia-se um modelo de gestão que centrava o trabalhador. No âmago de todas grandes corporações, existe o grave problema de contenção de mão de obra.

---

<sup>110</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. Cambridge: Harvard Law School, 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2021. p.1-2.

<sup>111</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>112</sup> *Ibid.*, p. 5.

Afinal, há desafios de assimetria de informações, além de não haver fomento de relações de longo prazo entre contratante e empregado<sup>113</sup>.

Houve diversas tentativas para resolver essas questões. Dentre elas, podemos citar a barganha de sindicatos em nome dos funcionários. Entretanto, para adentrar na questão societária, traremos, aqui, a questão que foi abordada no capítulo anterior: a inserção de funcionários no grupo de conselheiros da empresa. Na Alemanha, no decorrer do século XX, ocorreu grande movimento, por parte dos governos e do povo, para que as empresas servissem à sociedade. Assim, a representação do empregado estaria sempre disposta nas maiores decisões que fossem tomadas – teoricamente, uma situação benéfica para a sociedade. Por questão disso, até mesmo empresas americanas começaram a colocar sob seu radar esse modo de gestão centrado pelo funcionário<sup>114</sup>.

Por mais que essa forma de organização tenha se perdido no tempo e não tenha se mostrado usual para aplicação pós-guerra, é necessário lembrar que algumas companhias ainda podem vir a adotar o modelo. Temos, como exemplo, o caso da Petrobras S.A., que, por ser uma empresa estatal que serve à sociedade, sempre possui, em seu quadro de conselheiros, um assento dedicado ao conselheiro indicado por meio de votação de funcionários. Atualmente, essa posição é ocupada pela funcionária Rosangela Buzanelli Torres<sup>115</sup>.

Também ocorreu o desenvolvimento de gestão focada no Estado, com origem também na Alemanha e de mesmas raízes expostas no ideal anterior de orientação. Ao invés de preservar o interesse do funcionário, nesse caso, o interesse que deveria ser preservado era o público. Porém, nessas situações, ocorriam diversas intervenções estatais em qualquer que fosse o assunto interno na companhia. Dessa maneira, situações econômicas artificiais eram criadas, não permitindo uma regulação do mercado interno do país – e, subseqüentemente, levando a empresa por caminho falho no longo prazo. Esse modelo pode ser visualizado, de maneira substancial, durante acenos ao socialismo em diversas localidades. Entretanto, como a sociedade

---

<sup>113</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. Cambridge: Harvard Law School, 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2021. p. 5.

<sup>114</sup> *Ibid.*, p. 5-6.

<sup>115</sup> ADMINISTRAÇÃO. *In*: PETROBRAS Investidores [Rio de Janeiro]. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/esg-meio-ambiente-social-e-governanca/administracao/>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

caminhou para longe dessa visão política, foi-se perdendo adeptos desse modelo de gestão. Até mesmo em algumas economias asiáticas, como a japonesa, a organização se dava por esse modelo até por volta dos anos 90. Porém, o setor corporativo acabou por sofrer uma implosão econômica advinda da situação artificial que fora colocada devido às diversas intervenções governamentais no mercado e acabou-se por abandonar o modelo em grande escala<sup>116</sup>.

De maneira mais recente, há o nascimento da gestão focada no *stakeholder*<sup>117</sup>, o que, de acordo com os autores<sup>118</sup> analisados neste capítulo, é tratado somente com a possibilidade de entregar a eles uma posição no conselho de administração para poder manterem seus interesses. Porém, essa não é a única maneira possível para anexar a essa teoria a possibilidade de gerar valor à companhia e aos acionistas.

Além do mais, o interesse social, quando focado pela gestão, ao agir de forma persecutória ao objeto social, dá certa confiança à companhia frente ao mercado, ao mostrar a seriedade de suas operações. Não menos importante, uma administração íntegra e compenetrada ao interesse social da companhia demonstra completa seriedade ante os *shareholders* e *stakeholders*, compreendendo sua posição de influência, por externalidades positivas ou negativas, dentro da sociedade.

### **3.3 A Necessidade de um Olhar Atento Sobre os *Stakeholders***

Tendo apresentado os conceitos pertinentes a respeito da Governança Corporativa e do interesse social da companhia, torna-se viável abordar o conceito de *stakeholders* e demonstrar quão intrínsecos e conectados são os temas em seu cerne.

Como demonstrado, o interesse social pode ser analisado de maneiras distintas, seja através de teoria que visa somente ao lucro e à criação de valor da companhia para os sócios propriamente, seja através de geração de valor da companhia de maneira social, trazendo para a discussão interessados de maneira perpendicular à sustentabilidade através dos anos e ações que a empresa pode prover à sociedade de maneira a retornar o investimento realizado por ela.

---

<sup>116</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. Cambridge: Harvard Law School, 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2021. p. 6-7.

<sup>117</sup> O tema será mais bem tratado no subcapítulo 3.3.

<sup>118</sup> Ibid., p. 8-9.



Assim, a Governança Corporativa passa a funcionar, de certa forma, como uma possibilidade de baliza de diversos grupos sociais e agentes que se chocam dentro da companhia, como elencado pelas perscrutas dos artigos 115, 116 e 117 da LSA. As referidas normativas demonstram, de maneira clara, que diferentes figuras da companhia devem encaixar em suas posições através dos pilares de *Disclosure*, *Fairness*, *Accountability* e *Compliance*. Dessa forma, mantém-se sempre mínima a probabilidade da empresa com boas práticas de Governança Corporativa envolver-se em grandes escândalos empresariais por manter seus livros abertos aos interessados, sempre de maneira moral e ética.

Ao passo que adentramos nesse último mérito, também se torna diligente percutir o conceito de ética<sup>119</sup>. Para permitir um trabalho mais amplo e consignado ao presente estudo, a exposição de Vázquez<sup>120</sup> é pertinente, já que expõe seu conceito:

[...] um sistema de normas, princípios e valores, segundo o qual são regulamentadas as relações mútuas entre os indivíduos ou entre estes e a comunidade, de tal maneira que estas normas, dotadas de um caráter histórico e social, sejam acatadas livre e conscientemente, por uma convicção íntima, e não de uma maneira mecânica, externa ou impessoal.

Em outras palavras, a construção do conceito de ética é uma sistematização da normalidade do agir no espaço social analisado uma vez que pode vir a sofrer variações a partir da observação de grupos de indivíduos de diferentes nações, por exemplo. Funciona, na prática, como uma conduta que se espera do cidadão quando em contato com semelhantes. E, por mais que os autores que trabalhem a ideia de *stakeholders* não tratem diretamente do conceito, em seus textos, é possível perceber sutis pinceladas do tema<sup>121</sup>.

Não obstante, é importante apresentar outro conceito pouco elaborado nos estudos referente a *stakeholders*, porém que possui caráter de suma importância para compreensão: a ética convencional.

---

<sup>119</sup> A discussão sobre o conceito de ética, doutrinariamente, é milenar. Por não ser o intuito central de discussão do trabalho, exaurir o conceito não é necessário. Sendo apresentado, assim, pontualmente questões acerca de sua delimitação.

<sup>120</sup> VÁZQUEZ, Adolfo Sanchez. **Ética**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2007. p. 87

<sup>121</sup> TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder**. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. p. 26-27.

Essa abstração versa sobre a aproximação entre valores altruístas e a obtenção de lucro, pois, através da inserção deste na equação, gera-se maior cooperação entre os envolvidos, além de maior confiança. Para assimilar de modo diligente, há três aspectos a serem observados: i) criação de valor, como objetivo primário; ii) retornos sociais e lucro, como objetivo secundário, através de metas atingidas; e iii) abordagem de problemas empresárias intangíveis, como relacionamentos<sup>122</sup>.

Ainda, Nash introduz a necessidade de preocupação com os *stakeholders*, pois conceitua que esses não podem somente ser benemérito unicamente do que podem agregar ou o que custam à companhia, merecendo sempre serviço e, sobretudo, respeito. Afinal, humanisticamente, todo indivíduo possui valor, inclusive quando serve a uma sociedade ou corporação em um contexto socioeconômico<sup>123</sup>.

Antes de adentrar diretamente no conceito e teorias referentes aos *stakeholders*, é importante dar um passo atrás para compreender a origem do termo e o que ele significa no âmago de sua palavra.

Como descrito por Torres<sup>124</sup> em sua pesquisa, a origem exata da palavra permanece desconhecida, somente sabe-se que seu nascedouro vem, muito provavelmente, do escocês antigo. Ainda, em troca de e-mails com um dos maiores estudiosos do tema e precursor de seu estudo, rastreou-se que a sua primeira citação dentro do contexto utilizado hoje – o ramo administrativo e societário – tem registro em um memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanford e é datado de 1963. Nesse, havia a discussão de ideais de envolvimento entre diversos colaboradores dentro do escopo empresarial, além de raciocínio intuitivo e julgamento criativo. Assim, por suas discussões internas, reparou-se que certos grupos possuem participação empresarial, mesmo que indireta, pois são necessários para a condição perene da companhia através do tempo – e que, em sua ausência, seria impossível manter o ambiente corporativo em pleno funcionamento. Harmônico, assim com

---

<sup>122</sup> NASH, Laura. **Ética nas Empresas**: boas intenções à parte. São Paulo: Makron Books, 1993. p. 20-21.

<sup>123</sup> Ibid., p. 20-21.

<sup>124</sup> TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder**: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. p. 21-25.

Freeman et al.: “O termo tinha o intuito de contestar a noção de que a administração precisava responder apenas aos acionistas”<sup>125</sup> (tradução nossa).

Em análise etimológica da palavra *stakeholder*, é possível separá-la em dois núcleos plausíveis para compreensão do sentido. Num primeiro momento, possuímos a palavra *stake* – que significa “fatia” ou “pedaço”<sup>126</sup> – e, na sequência, há a palavra *holder*<sup>127</sup> – que traz sentido de “possuidor” ou, até mesmo, “segurador”. Por conseguinte, a combinação de ambas apresenta a acepção de “possuidor de fatia” da companhia (muitas vezes, somente de maneira metafórica, porém em alguns casos de modo literal). Geralmente, o termo é utilizado para englobar todos envolvidos na sustentabilidade da empresa<sup>128</sup> – clientes, funcionários, fornecedores, investidores e, até mesmo, o governo e a sociedade na qual a companhia está inserida. Com o tempo, a importância dos *stakeholders* tornou-se tão grande que as companhias iniciaram planos de organização envolvendo-os, pois sua influência empresarial não é mais possível de ser ignorada<sup>129</sup>.

Esses planos de negócios organizados em confluência aos *stakeholders* podem vir a ser dos mais diversos. O limite dessa inteligência organizacional para otimizar os esforços de todos envolvidos encontra-se, exatamente, no ponto em que atender suas demandas pode vir a prejudicar os objetivos da corporação de retorno no longo prazo. Diante disso, questiona-se: por que esse conceito acaba por se tornar importante? Pois as políticas estratégicas da empresa que esteja em confluência com uma Governança Corporativa que se preze devem estar de acordo com a missão civilizadora e o impacto social positivo esperado por uma companhia no meio social. Ou seja, o mundo dos negócios deve caminhar junto à ética. Ainda mais, seu desenvolvimento sustentável depende de atender demandas de grupos de *stakeholders* de maneira não hierarquizada (visto que não é aplicado maior caráter de importância a um grupo de *stakeholders* do que a outros), pois isso pode vir a

---

<sup>125</sup> “The term was meant to challenge the notion that stockholders are the only group to whom management need be responsive”. FREEMAN, Edward. *Et al. Stakeholder Theory: The State of The Art*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 4.

<sup>126</sup> Tradução do autor.

<sup>127</sup> Tradução do autor.

<sup>128</sup> Algumas teorias englobam, até mesmo, que os sócios da empresa podem se enquadrar como *stakeholders* diretos ao mesmo tempo que são *shareholders*, visto que também influenciam na sustentabilidade da companhia.

<sup>129</sup> TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder**. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. p. 23.

influenciar de maneira significativa a validação de corporações e a configurar um pilar de suma importância na reputação pública delas <sup>130</sup>.

### 3.3.1 As Teorias dos *Stakeholders*

Vale esclarecer que existe mais de uma teoria sobre os *stakeholders*, entretanto isso não significa que uma é mais assertiva ou mais correta que outra. Conforme os estudos foram sendo realizados, o viés de percepção do modo de contribuição e importância dos *stakeholders* alterou-se. A relação entre a companhia e esses indivíduos, que, em um primeiro momento, era tratada como uma “via de mão dupla” pela doutrina, começou a receber atenção de maneira diferente. Então, tiveram início estudos sobre como esses influenciavam diretamente na empresa e em suas estratégias. Mais recentemente, a doutrina veio a demonstrar que a influência desses aumentou conforme o tempo. Em outras palavras, começou-se um movimento que demonstra que os *stakeholders* não somente influenciam, como de fato participam da empresa.

A título de exemplo, citaremos a gigante do mundo da moda Zara. A empresa enfrentou, há alguns anos, um escândalo de trabalho análogo ao escravo<sup>131</sup>. Na ocasião, foi relatado que a companhia estava empregando funcionários no setor de confecção de suas peças de roupa em condições precárias, com carga de trabalho próxima de vinte horas por dia e mantendo-os em locais com ventilação praticamente inexistente. Porém, é importante trazer que, na defesa, a empresa alegou que não possuía responsabilidade sobre isto, já que a contratada para manufaturar os produtos era a confecção AHA. Dessa forma, a responsabilidade recairia sobre o fornecedor. Entretanto, esse fornecedor não é a empresa em si – isso o tornaria um *stakeholder*?

Não cabe aqui um juízo de valor quanto à responsabilidade da Zara frente ao fornecedor. Todavia, é crível que, após tomar conta dos noticiários com acusações de tamanha gravidade, a companhia de roupas veio a olhar com extrema preocupação para sua mão de obra, devido à participação direta de um fornecedor em seu escândalo.

---

<sup>130</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 124.

<sup>131</sup> JUSTIÇA decide que Zara é responsável por trabalho escravo flagrado em 2011. *In: O Globo*. [S.l.], 11 nov. 2017. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/justica-decide-que-zara-responsavel-por-trabalho-escravo-flagrado-em-2011-22070129>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

Ademais, é possível elencar três grandes divisões no que tange às teorias do tema: a prescritiva, a descritiva e a instrumental. A primeira trata a gestão da companhia a partir de uma posição platônica, de como o administrador e as empresas devem agir. Já a segunda, demonstra *ipsis litteris* como os gestores estão atuando na companhia e não visam alterar a situação atual. E por último, há a teoria que trata a gestão dentro de uma análise da situação e demonstração de diferentes vertentes a serem utilizadas a fim de obter um único resultado ou resultados similares.

Entretanto, tratar com diversas teorias pode não ser condizente com a grande ramificação de *stakeholders* possível e suas variedades entre grupos sociais. Por conta disso, Freeman e outros<sup>132</sup> trazem a necessidade de enxergar e tratar a questão como uma grande e única teoria, que será mais bem aplicada de uma maneira ou outra, conforme o caso concreto.

Nas palavras de Torres<sup>133</sup>,

Assim, os autores propõem na teoria do *stakeholder*, ao se usar como unidade de análise o relacionamento entre negócios e o grupo de indivíduos que são, ou podem ser, afetados por ele, se torna mais simples pensar essas questões. Dessa forma, a teoria tenta resolver os seguintes problemas: “(1) Se essa decisão é tomada, para quem o valor será criado e para quem será destruído? (2) Quem é ferido e/ou beneficiado por essa decisão? (3) Os direitos de quem serão validados e os valores de quem serão aceitos por essa decisão (e os de quem não serão)?” (FREEMAN ET AL, 2010, p.7) tendo essas questões em vista, os autores propõe (*sic.*) a tese de integração, porque segundo eles: “a maioria das decisões de negócios ou das proposições sobre negócios tem algum conteúdo ético ou uma visão ética implícita. A maioria das decisões éticas ou preposições sobre ética tem algum conteúdo de negócios ou uma visão implícita sobre negócios” (FREEMAN ET AL, 2010, p. 7)

Dessa forma, tem-se um elemento basilar para início da análise quanto a melhor maneira de desenvolver a questão dos *stakeholders* envolvidos. Pois, através da resposta das três perguntas trazidas por Freeman et al, é possível desenvolver, de maneira ética, a lide comercial e tomar a melhor decisão para beneficiar os envolvidos e afetados por ela.

---

<sup>132</sup> FREEMAN, Edward. *Et al. Stakeholder Theory: The State of The Art*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 5.

<sup>133</sup> TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder**. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. p. 30.

Ainda mais, trazer o tema como uma abordagem (e não somente como um conceito) implica um ponto extremamente controverso. Afinal, ao passo que se traz à empresa uma abordagem *stakeholder-oriented*, tem-se a necessidade de lidar com os negócios de maneira mais ética e moral, tratando, assim, as pessoas como o próprio fim, e não como meio para atingir as metas propostas. Isso se choca com a maneira que, normalmente, as companhias fazem negociações, pois no capitalismo, de maneira pura, ou conforme apresentado por Friedman<sup>134</sup>, todas ações realizadas pela empresa sempre deveriam visar gerar mais lucro aos *shareholders* em questão – e somente seria válido levar em conta tais questões caso assim fosse melhor para os acionistas<sup>135</sup>.

Entretanto, por mais que a maioria dos gestores não compreenda como uma abordagem *stakeholder* pode vir a agregar para a companhia (já que, teoricamente, não soma lucro às quotas), tratar a empresa dessa maneira vem a tirar o foco somente da obtenção de melhores indicadores econômicos. Por isso, esse prisma deixa em tônica o comprometimento, o que leva a desempenhos superiores e, por fim, vem a gerar lucro. Dessa forma, o ganho acaba por se tornar uma consequência de diversas mudanças na rede interna da companhia e não um fim visado a todo custo (como é no caso de uma diminuição de despesas por parte dos gestores somente para aumentar os números de gestão)<sup>136</sup>.

Com efeito, as empresas começaram a sentir-se pressionadas por parte de seus sócios para terem maior preocupação com os *stakeholders*. Por exemplo, companhias de capital aberto em bolsas de valores começaram a sentir pressão do “Senhor Mercado”<sup>137</sup> para que as decisões gerassem pouco impacto nos envolvidos ou interessados. Isso pode ser percebido, até mesmo, pela relação de preço de uma ação após algum grande evento que, normalmente, acabe atingindo de maneira séria

---

<sup>134</sup> Vide 2.

<sup>135</sup> TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder**: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013. p. 30.

<sup>136</sup> *Ibid.*, p. 31-32.

<sup>137</sup> O conceito de Senhor Mercado foi apresentado por Benjamin Graham ao propor um exercício mental para trabalhar com o mercado de ações: é proposto que se deve imaginar sócio de uma pessoa chamada “Senhor Mercado”, e que ele lhe venderia participação em outras empresas por um valor arbitrariamente colocado por ele, exclusivamente baseado no seu humor no dia. Caso seu humor estivesse ruim, grandes pechinchas seriam encontradas, mas se seu humor estivesse bom, preços altíssimos por uma ação poderiam ser encontrados. Em outras palavras, o exercício é somente uma personificação de como o mercado age diariamente.

tanto o ambiente, quanto questões internas da empresa ou pontos sensíveis na sociedade em geral.

Por conseguinte, em função do seu impacto social e ambiental e devido a preocupações de seus investidores, as companhias começaram a perceber movimento em seus investimentos, e o início de mais recursos serem destinados a empresas alinhadas ao tema. Assim, a agenda ESG começou a ganhar força.

### **3.4 ESG: *Environmental, Social and Corporate Governance***

De maneira sequencial à ideia de benefício do *stakeholder* e do *shareholder*, torna-se necessário inserir na discussão o atual frisson no mercado envolvendo o ESG, sigla referente a *Environmental, Social and Corporate Governance*. Afinal, como será demonstrado, o enquadramento de companhias a essa linha é benéfico tanto a médio quanto, principalmente, a longo prazo. Ao possuir esse escopo de atuação, gera-se preocupação com a valorização da companhia, com o bem-estar dos *stakeholders* e aspira manter o interesse social (porém, não a todo custo).

De uma maneira ampla, o ESG é uma maneira de se referir a um *mindset* – uma conduta – tanto do investidor, quanto da empresa no que tange aos impactos ambientais, sociais e de governança da empresa – uma espécie de termômetro de responsabilidade empresarial. A sigla encontra-se consoante aos Princípios para Investimento Responsável, ou *Principles for Responsible Investment (PRI)*<sup>138</sup>, que caminham junto com a conduta do ESG<sup>139</sup>.

Por exemplo, a preocupação do investidor com as questões envolvendo o tema é tamanha que podemos trazer, novamente, o exercício do “Senhor Mercado” em pauta, analisando dois desastres socioambientais da mesma empresa que ocorreram separados por alguns anos e um caso de intervenção no instituto da governança de empresa estatal.

Não muito se passou desde que uma das maiores tragédias da mineração moderna aconteceu no Brasil: o caso da Vale S.A. e da barragem do Fundão, em

---

<sup>138</sup> O tema será desenvolvido na sequência.

<sup>139</sup> MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: a critical review**. 1 ed. CFA Institute Research Foundation, 2020. *E-book*. p. 7-9. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

Mariana, no estado de Minas Gerais<sup>140</sup>. No ano de 2015, a barragem do Fundão, uma das maiores barragens do Brasil de rejeitos de minério, rompeu devido a problemas estruturais e levou consigo a vida de cerca de 20 brasileiros, além de gerar um dano ambiental impossível de ser mensurado – tendo afetado a fauna e a flora de um dos rios mais importantes do estado de Minas Gerais.

Ocorre que, nessa época, o “Senhor Mercado” não tinha em pauta questões ambientais de maneira tão presente, e, por isso, as ações da companhia tiveram uma queda no pregão seguinte ao ocorrido de cerca de 7,5%<sup>141</sup>. Por mais que os efeitos do desastre tenham repercutido por mais 3 meses no valor das ações, a sua queda foi somente um solavanco para logo voltar a recuperar preço.

Entretanto, o mercado passou a se preocupar mais com questões socioambientais no seu portfólio de ações com o passar dos anos. Assim, mais uma vez, a Vale S.A. esteve no meio de outra tragédia socioambiental de caráter avassalador em uma companhia brasileira: o rompimento da barragem em Brumadinho<sup>142</sup>, no ano de 2019. Ambientalmente, não foi um desastre tão grande quanto o rompimento da barragem do Fundão, em Mariana. Todavia, no âmbito social, o desastre foi devastador. Mais de 250 pessoas perderam a vida com o ocorrido e, até hoje, mais de 10 encontram-se desaparecidas.

O rompimento ocorreu no dia 25 de janeiro, feriado municipal na cidade de São Paulo, o que ocasionou o não funcionamento do mercado de ações no Brasil, operacionalizado pela companhia B3 S.A., Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A abertura da bolsa veio a ocorrer somente na segunda-feira seguinte, no dia 28 de janeiro.

Devido ao acontecimento, e às preocupações do “Senhor Mercado” com o ambiente e a sociedade, as ações ordinárias da Vale S.A., que correm sob o ticket de VALE3, vieram a registrar, no final do pregão, uma queda de mais de 20% em relação ao seu preço de fechamento na quinta-feira anterior.

---

<sup>140</sup> D'AGOSTINO, Rosanne. Rompimento de Barragem em Mariana: Perguntas e Respostas. *In*: G1. [São Paulo], 13 nov. 2015. Disponível em: < <http://g1.globo.com/ciencia-e-saude/noticia/2015/11/rompimento-de-barragens-em-mariana-perguntas-e-respostas.html>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

<sup>141</sup> AÇÕES da Vale caem 7,55% com ruptura da barragem em Mariana. *In*: ESTADO de Minas. [Belo Horizonte], 7 nov. 2015. Disponível em: <[https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2015/11/07/internas\\_economia,705425/acoes-da-vale-caem-7-55-com-acidente.shtml](https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2015/11/07/internas_economia,705425/acoes-da-vale-caem-7-55-com-acidente.shtml)>. Acesso em: 24 abr. 2021.

<sup>142</sup> BARRAGEM da Vale se rompe em Brumadinho, MG. *In*: G1 Minas. [Belo Horizonte], 25 jan. 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/mg/minas-gerais/noticia/2019/01/25/bombeiros-e-defesa-civil-sao-mobilizados-para-chamada-de-rompimento-de-barragem-em-brumadinho-na-grande-bh.ghtml>>. Acesso em: 24 abr. 2021.



Por meio desses comparativos, pode-se, até mesmo, questionar que, embora o vazamento de Brumadinho tenha sido menor do que o de Mariana em questão de volume, seus impactos nas ações foram maiores. Assim, chega-se à conclusão de que, ainda que o primeiro rompimento ocorrido tenha causado impactos ambientais maiores, o segundo, por ter gerado efeitos sociais instantâneos, prevaleceu.

A partir disso, percebe-se que questões da área ambiental não eram foco do mundo investidor na época do primeiro rompimento. Porém, há pouco tempo, os investidores repararam na necessidade de companhias trazerem para dentro de suas gestões preocupações quanto a questões ambientais e sociais.

Ora, apresentado exemplos sob as duas primeiras esferas da ESG, como podem as questões internas de governança serem caráter de preocupação do investidor? A fim de deixar mais um case para análise anterior à explicação de como cada conceito se subtrai da sigla, traz-se em pauta o recente caso da interferência do acionista majoritário da Petrobrás S.A. no *board* da companhia.

De maneira não tão recente, o barril brasileiro de petróleo vem tendo seu preço fixado com base no valor internacional do *commodity*<sup>143</sup>. Isto acarretou diversos aumentos subsequentes do valor de sua negociação – o que acabou a ser repassado ao consumidor final de combustíveis fósseis. Por mais que seja lógico isso ocorrer (a fim da companhia não gerar prejuízo em sua operação), não foi bem aceito pela população em geral, gerando diversos protestos em relação aos preços.

Porém, após aumento de mais de 30% no valor final do combustível somente no ano de 2021, o atual Presidente da República, Jair Bolsonaro, veio a demonstrar descontentamento com a situação da Petrobras S.A. e informar que “algo iria acontecer com a companhia”. Como o acionista majoritário do quadro societário da empresa é o governo brasileiro, ele possui grande peso em decisões tomadas pela empresa<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> JORNAL NACIONAL. Preço do barril do petróleo vem subindo de volta ao nível em que estava antes da pandemia. *In*: G1. [São Paulo], 19 fev. 2021. Disponível em: <<https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2021/02/19/preco-do-barril-do-petroleo-vem-subindo-de-volta-ao-nivel-em-que-estava-antes-da-pandemia.ghtml>>. Acesso em: 5 jun. 2021.

<sup>144</sup> BRONZATTO, Thiago. Intervenção de Bolsonaro na Petrobras custou cerca de 400 bilhões de reais. *In*: Veja. [São Paulo], 27 fev. 2021. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/brasil/intervencao-de-bolsonaro-na-petrobras-custou-cerca-de-400-bilhoes-de-reais/>>. Acesso em: 22 maio 2021.

Conforme o esperado, no pregão seguinte, o valor das ações preferenciais da Petrobras veio a desabar mais de 7%, somente por questão da incerteza sobre a companhia<sup>145</sup>.

Porém, na noite de sexta-feira, o acionista majoritário, o Governo, indicou o novo presidente para a Petrobras, alterando a gestão que vinha agradando o mercado e revertendo recorrentes prejuízos da companhia para um que, teoricamente, viria para ser complacente com políticas ditadas pelo Presidente da República. E, mesmo que até o momento isso não tenha se concretizado, o mercado encarou a alteração, momentaneamente, com incerteza.

Como imaginado, devido à intervenção, no pregão de segunda-feira, as ações referidas registraram queda de mais de 21% em seu fechamento<sup>146</sup>. Novamente, o “Senhor Mercado” demonstrou preocupação clara com o rumo que a companhia iria tomar com a intervenção em sua governança e provável alteração na política de preços do barril de petróleo.

Tendo apresentado, primeiramente, como a preocupação do mercado reflete dentro da sigla ESG em casos concretos e como a resposta por ele se dá de maneira quase que instantânea, agora será destrinchado o significado da ESG e como, de fato, ele impacta nas companhias e nos seus investidores.

Previamente, é necessário dar a devida importância ao porquê de o ESG dominar as discussões nos últimos meses. De maneira simples, tudo se resume à criação de valor no longo prazo para a companhia por fomentar a perpetuidade e sustentabilidade da empresa. Ocorre que diversos temas intangíveis aos livros contábeis e parâmetros negociais pesam para a efetivação da valorização nesses moldes. Por mais que um consenso não seja efetivo, é cristalino que alguns fatores intangíveis podem intervir, por mais que, tradicionalmente, não sejam computadas contabilmente, como demonstrado no quadro a seguir<sup>147</sup>.

---

<sup>145</sup> COM Interferência de Bolsonaro, Petrobras tem perda histórica de valor de mercado. *In*: BBC News Brasil. [São Paulo], 22 fev. 2021. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-56163320>>. Acesso em: 5 jun. 2021.

<sup>146</sup> COM Interferência de Bolsonaro, Petrobras tem perda histórica de valor de mercado. *In*: BBC News Brasil. [São Paulo], 22 fev. 2021. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-56163320>>. Acesso em: 5 jun. 2021.

<sup>147</sup> MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: a critical review**. 1 ed. CFA Institute Research Foundation, 2020. *E-book*. p. 13. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

Quadro 1– Exemplo de questões tratadas pelo ESG.

<i>Environmental</i>	<i>Social</i>	<i>Governance</i>
Mudanças climáticas e emissão de carbono	Saúde e segurança de empregados, além de treinamento e diversidade	Direitos de acionistas
Utilização de recurso naturais e gestão de energia e água	Responsabilidade com seu produto e com o consumidor	Composição de conselhos de maneira diversificada e independência destes
Poluição e lixo	Relações com a comunidade	Política de remuneração do administrador
<i>Ecodesign</i> e inovação	Atividades beneficentes	Atos contra fraude e suborno

Fonte: Elaboração própria a partir de Matos (2020)<sup>148</sup>.

Repara-se que, no quadro, há diversos pontos impossíveis de se contabilizar de maneira eficaz no resultado financeiro de qualquer companhia, como sua preocupação com mudanças climáticas ou diversidade na composição do conselho de administração.

### **(E)nviro**ntal

A fim de dirimir eventuais dúvidas, o escopo ambiental (representado pela letra “E” na sigla) abarca o impacto da companhia no meio ambiente. De maneira a exemplificar, o quadro elenca (i) as mudanças climáticas e emissão de carbono; (ii) utilização de recursos naturais e gestão de energia e água; (iii) poluição e lixo; e (iv) *ecodesign* e inovação. Em outras palavras, por mais que esses não sejam os únicos pontos que devem ser motivo de preocupação por parte da companhia, eles já demonstram o caminho que deve ser seguido. Dependendo da localidade, talvez, a preocupação com algum ponto possa ser mais necessária que com outro, porém, todos interligam-se<sup>149</sup>.

<sup>148</sup> MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: a critical review**. 1 ed. CFA Institute Research Foundation, 2020. *E-book*. p. 13. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>149</sup> MATOS, loc. cit.

## **(S)ocial**

No que tange à questão social do ESG (representado pela letra “S”), leva-se em consideração, principalmente o que nesse trabalho foi já delimitado como *stakeholders*, ou também chamados “interessados na companhia”. Como demonstrado, o Quadro 1 traz como pontos a (i) saúde e segurança dos empregados, treinamento e diversificação destes; (ii) responsabilidade com seu produto e com o consumidor; (iii) relações com a comunidade; e (iv) atividades beneficentes. De maneira geral, tratamos, nesse momento, de todo relacionamento da companhia com os *stakeholders* – seja mão de obra, sociedade ou clientes. Trata-se, aqui, da preocupação da companhia em manter empregados produtivos e leais a ela, com desenvolvimento e conquistas internas. Além disto, preocupa-se, também, com a qualidade do produto, de maneira que satisfaça clientes de maneira segura. Não suficientemente, os dois últimos pontos elencam que há a necessidade de a empresa ser um ente participativo na comunidade em que está situada, solucionando problemas sociais e combatendo a desigualdade<sup>150</sup>.

## **(G)overnance**

Por último, apresenta-se a necessidade de uma gestão coesa, representado pela letra “G”. Como apresentado pelo Quadro 1, é importante (i) resguardar os direitos dos acionistas; (ii) o conselho necessita possuir agentes independentes e ser composto com diversidade entre seus membros; (iii) manter uma política coesa de remuneração dos administradores; além de (iv) agir contra atos viciados dentro da companhia, como suborno e fraudes. A importância disso se dá de maneira conjunta, havendo conexão entre os pontos levantados. Por exemplo, ao passo que administradores possuem remuneração justa e coesa, é improvável que venham a praticar atos de fraudes, como desvio de dinheiro da companhia. Ainda, os acionistas de longo-prazo são os que mais possuem interesse na valorização da companhia, tendo em vista seu capital investido – e com um conselho de administração

---

<sup>150</sup> MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: a critical review**. 1 ed. CFA Institute Research Foundation, 2020. *E-book*. p. 14. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

diversificado, há maiores chances de um caminho ruinoso ser evitado nas decisões tomadas por eles.

### 3.4.1 Sustentabilidade e a ESG

Pode-se, no momento, realizar a pergunta: qual o motivo da preocupação exacerbada em agregar valor ao investimento dessa maneira, considerando os aspectos da ESG? Simples, a necessidade de desenvolvermos uma economia sustentável é urgente<sup>151</sup> – tanto por conta dos ganhos financeiros, quanto por preocupação dos investidores.

Para explicar essa questão em maior profundidade, primeiro, trata-se a obrigação de desenvolvimento de sustentabilidade em nossa economia. E, por sequência, aborda-se o conceito de sustentabilidade.

Camargo<sup>152</sup> conceitua que

A sustentabilidade leva em consideração três dimensões: (i) econômica (desenvolvimento da organização, com a busca de sua perpetuidade, gerando valor para os investidores, com foco na eficiência e na inovação; (ii) social (a equidade dos diversos agentes, comunidades, consumidores, inclusão social, identidade cultural e desenvolvimento institucional); e (iii) ambiental (o equilíbrio ecológico, o respeito aos ecossistemas, preservação do clima e manutenção da biodiversidade).

Como abordado, é perceptível que, pela conceituação levantada, entre os 3 pontos elencados pela ESG, dois (social e ambiental) encontram-se posicionados no cerne do conceito de sustentabilidade. Isso nos leva ao conceito trazido pelo mesmo autor<sup>153</sup> sobre sustentabilidade corporativa:

[...] a necessidade de os agentes econômicos desempenharem suas atividades de forma responsável, buscando gerar externalidades positivas em seu raio de atuação, contribuindo para a mitigação de problemas ambientais e das mazelas humanitárias experimentadas em nossa sociedade.

---

<sup>151</sup> Será melhor definido o porquê dessa urgência no restante do capítulo.

<sup>152</sup> CAMARGO, João Laudo de. Mercado de Capitais e os fundos de investimento socioambientais. *In*: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**: Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 540.

<sup>153</sup> CAMARGO, loc. cit.

Em suma, a sustentabilidade seria fomentar o consumo de produtos ou recursos finitos de maneira que possibilitasse sua recomposição, nunca chegando a um fim de fato<sup>154</sup>. Uma analogia simples a ser feita é trazer para o caso de uma aplicação financeira, pois qualquer quantia pode retornar a zero caso seu uso seja indiscriminado. Por exemplo, caso exista uma aplicação no valor de R\$100.000,00 que renda 1% ao mês, ao final do ano, a aplicação será em torno de R\$112.000,00 (o valor não seria exato, por questão da incidência de juros compostos e deduções de impostos, mas manteremos esse valor fictício de forma simplificada para melhor compreensão). Ainda, se considerarmos como taxa de inflação o IPCA no ano de 2020, a correção do valor investido será de 4,52%, de acordo com o IBGE<sup>155</sup>. Logo, o poder de compra foi reduzido nesse montante, sendo R\$104.520,00 o valor que necessitaria somente a fim de considerar o patrimônio corrigido. Dessa forma, o montante excedente de R\$7.480,00 será o lucro de fato e poderá ser gasto sem reverberar negativamente no patrimônio real da aplicação.

Todavia, nosso sistema capitalista é sustentado e movido de maneira mais efetiva através do crédito (seja provido pelo estado ou pela sociedade). A final, por que se preocupar com 12% ao ano, quando se pode ir ao banco e solicitar empréstimos, tornando-se, de pronto, um milionário? A resposta é que isso é insustentável economicamente. O mesmo ocorre com as questões ambientais e sociais.

Para que o uso de seu dinheiro seja considerado “sustentável”, o único montante que poderia ser utilizado para consumo seria o excedente da inflação – assim podendo o ciclo repetir-se anualmente e de maneira perene, sem que houvesse perda de patrimônio de fato.

Para Freitas<sup>156</sup>, o maior desafio de nosso sistema financeiro é a errônea crença sobre crescimento. Muitos indivíduos creem no crescimento unicamente pela quantidade de produção e do consumo. Esse é um dos maiores males atuais, algo,

---

<sup>154</sup> A Comissão Mundial Sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento elenca, de maneira diligente, que “o desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem a suas próprias necessidades”. COMISSÃO MUNDIAL SOBRE O MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Nosso Futuro Comum**. 2 ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991. p.46.

<sup>155</sup> ESTATÍSTICAS Econômicas. Em Dezembro, IPCA sobe 1,35% e fecha 2020 em 4,52%. *In*: AGÊNCIA de Notícias IBGE. [São Paulo], 12 jan. 2021. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/29870-em-dezembro-ipca-sobe-1-35-e-fecha-2020-em-4-52>. Acesso em: 24 abr. 2021.

<sup>156</sup> FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade**: Direito ao Futuro. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 24-25.

simplesmente, comportamental. Nesse ponto que se encontra o maior desafio da sustentabilidade, pois é necessário mudanças em vários setores: interpretativa, conceitual e “mental”. Pois, na atual conjuntura, seguimos de maneira ilimitada quando temos limitações claras em quesitos ambientais e sociais.

Nas palavras de Freitas<sup>157</sup>,

[...] há uma verdade inevitável no caminho da sustentabilidade: “o vício mental do crescimento pelo crescimento, a qualquer custo, não será vencido sem as dores da síndrome de abstinência. A sociedade terá, em dado momento, de querer se desintoxicar de prévias compreensões desastrosas e redesenhar o sistema em que vive”

Na fala supra, é possível reconhecer afronta à proposta de Friedman<sup>158</sup>. Ao mesmo tempo, percebe-se certa similaridade com o levantado por Keynes<sup>159</sup>, ao trazer a dificuldade de abandonar ideais antigos. Dessa forma, fica claro que a necessidade de se movimentar em direção a uma sociedade mais sustentável deve caminhar por tais afirmações.

Tem-se enraizado que o desenvolvimento sustentável é impossível de ser atingido. Porém, as duas palavras não precisam ser encaradas como antônimos. O desenvolvimento, além de poder (e dever) ser sustentável, duradouro e contínuo, está amparado nesses moldes no cerne da sociedade brasileira<sup>160</sup>.

Traduzido para o escopo de recursos naturais, o INPE<sup>161</sup>, em seu programa de Monitoramento do Desmatamento da Floresta Amazônica Brasileira por Satélite, nos apresenta o dado de que 2020 foi o pior ano de desmatamento de nossas florestas tropicais em 12 anos. E, como no caso dos empréstimos, isso também não é sustentável. Em algum momento, se chegará ao esgotamento total de recursos caso não se trabalhe para repor o utilizado de maneira desenfreada.

---

<sup>157</sup> Ibid., p. 26

<sup>158</sup> Vide 2.

<sup>159</sup> Vide 1.

<sup>160</sup> Nas palavras de Freitas: “[...] trata-se do princípio constitucional que determina com eficácia direta e imediata, a responsabilidade do Estado e da sociedade pela concretização solidária do desenvolvimento material e imaterial, socialmente inclusivo, durável e equânime, ambientalmente limpo, inovador, ético e eficiente, no intuito de assegurar, preferencialmente de modo preventivo e precavido, no presente e no futuro, o direito ao bem-estar”. FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade: Direito ao Futuro**. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 41.

<sup>161</sup> Monitoramento do Desmatamento da Floresta Amazônica Brasileira por Satélite. *In*: Coordenação-Geral de Observação da Terra. [S.l.], 30 nov. 2020. Disponível em: <<http://www.obt.inpe.br/OBT/assuntos/programas/amazonia/prodes>>. Acesso em: 14 maio 2021.

Até mesmo o fórum mundial WWF<sup>162</sup>, em conjunto com a *Global Foot Network*<sup>163</sup>, possui estudos sobre a sustentabilidade do planeta. Dentre eles, destaca-se o dia que liquidamos com os recursos da Terra que é nomeado como “dia de sobrecarga global”, ou *overshoot day*. De acordo com os estudos, no ano de 2020, entramos em modo de consumo irreparável no dia 22 de agosto. Outro dado interessante é que o ano de 1969 foi o último em que possível de manter o uso de recursos do planeta de forma sustentável. Em outras palavras, mantendo-se o consumo atual, para não gerar o esgotamento de recurso, seriam necessários cerca de 1,6 planetas Terra.

Nesse sentido, para ser possível reparar os danos, seria necessário não só balancear o gasto de recursos, mas, também, gerar um superávit desses a fim de repor o utilizado em demasia. Diante dessa realidade, de maneira atenta, por mais que recente, o mundo empresarial tomou conhecimento da necessidade de manter a sustentabilidade do planeta e o consumo sob controle.

Em 14 de janeiro de 2020, o CEO da BlackRock<sup>164</sup>, Laurence Douglas Fink<sup>165</sup>, emitiu uma carta a todas as companhias em sua custódia. Nessa, comenta que

As alterações climáticas tornaram-se um fator decisivo nas perspectivas das empresas a longo prazo. Em setembro do ano passado, quando milhões de pessoas saíram às ruas para exigir medidas contra mudanças climáticas, muitos enfatizaram o impacto significativo e duradouro que elas terão no crescimento econômico e na prosperidade – um risco que, até agora, os mercados têm sido lentos em refleti-los. Mas a consciência está mudando muito rapidamente, e acredito que estamos à beira de uma mudança estrutural nas finanças

E, não suficientemente, ainda traz que<sup>166</sup>

---

<sup>162</sup> DIA DA SOBRECARGA DA TERRA OVERSHOOT DAY. In: WWF. Disponível em: <<https://www.overshootday.org>>. Acesso em: 14 maio 2021.

<sup>163</sup> DIA DA SOBRECARGA DA TERRA OVERSHOOT DAY. In: WWF. Disponível em: <<https://www.overshootday.org>>. Acesso em: 14 maio 2021.

<sup>164</sup> BlackRock é a maior empresa de gestão de ativos do mundo, tendo atuação em mais de 100 países. BlackRock no Brasil. In: BlackRock. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/quem-somos>>. Acesso em: 14 maio 2021.

<sup>165</sup> FINK, Laurence Douglas. Uma Mudança Estrutural nas Finanças. In: BLACKROCK. [Nova Iorque], 14 jan. de 2020. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 4 de abr. 2021.

<sup>166</sup> FINK, Laurence Douglas. Uma Mudança Estrutural nas Finanças. In: BLACKROCK. [Nova Iorque], 14 jan. de 2020. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 4 de abr. 2021.



Os investidores estão cada vez mais considerando estas questões e reconhecendo que o risco climático é um risco de investimento. Na verdade, as alterações climáticas são quase sempre uma das principais questões que os clientes em todo o mundo abordam com a BlackRock. Da Europa à Austrália, da América do Sul à China, da Flórida ao Oregon, os investidores estão perguntando como devem ajustar seus portfólios. Eles estão procurando entender tanto os riscos físicos associados às mudanças climáticas, como também as formas pelas quais as regulamentações climáticas terão impacto nos preços, custos e demanda em toda a economia.

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 preveem – haverá uma realocação significativa de capital.

Ou seja, a preocupação com a questão climática, principalmente, está se tornando recorrente para os grandes gestores de ativos no mercado. E, de maneira sequencial, investidores não institucionais começaram a demonstrar preocupações intangíveis com seus ativos também.

Posto isso, é possível perceber o interesse global pela pesquisa do tema “ESG” no Google.

Figura 1 – Pesquisa por ESG



Fonte: Google Trends<sup>167</sup>

<sup>167</sup> ESG. In: GOOGLE Trends. [ S. /]. Disponível em: <<https://trends.google.com.br/trends/explore?date=all&q=ESG>>. Acesso em: 04 de abr. 2021

Porém, a gestão desses ativos não se encontra difundida de maneira igual por todo o globo. Mesmo possuindo um total de 30 trilhões de dólares destinados em portfólios ESG, mais de 14 trilhões de dólares possuem origem somente na Europa<sup>168</sup>.

Para realizar análise ainda mais atenta, é necessário demonstrar como o ESG abre o leque para que se trate dos PRI. Os chamados Princípios para o Investimento Responsável foram criados por investidores institucionais e possuem o apoio da Organização das Nações Unidas (ONU), com o intuito de fomentar o ajuste do sistema financeiro global de maneira que se torne sustentável e eficiente – gerando valorização substancial no longo prazo – a partir de mudanças basilares em regulamentação de mercados, práticas insustentáveis e estruturas viciadas nas finanças<sup>169</sup>. Apesar da sua participação ser facultativa, já possui mais de 1400 signatários.

Os princípios são: (i) incorporar temas ESG às análises de investimentos e aos processos de tomada de decisão; (ii) ser proativo e incorporar temas ESG à práticas e políticas de propriedade de ativos; (iii) influenciar entidades investidas a publicar suas ações relacionadas a ESG; (iv) agir na promoção e implementação dos princípios no meio financeiro; (v) trabalhar tanto na eficácia e ampliação, quanto na implementação dos princípios; e, por último, (vi) realizar a divulgação de seus relatórios de progresso na implementação dos princípios e de suas atividades<sup>170</sup>.

Em suma, os PRI agem como uma força implementadora das políticas ESG dentro do mercado financeiro. Por consequência, expandem, por meio de investimentos e qualificação de carteira, as companhias que possuem investimentos provindos de ativistas dos PRI.

Por correto, pode-se levantar que, ao passo que os investidores trazem à sua carteira de ativos questões ESG, atenção redobrada é dada ao movimento, pois, caso uma empresa venha a sofrer desinvestimento por não se encaixar na agenda, isso seria trágico para ela. Consequentemente, a adoção dessa vertente e o trabalho para difundi-la gerará um ambiente em que, para as companhias continuem recebendo

---

<sup>168</sup> UNGARETTI, Marcela. **ESG de A a Z** – Tudo o que você precisa saber. São Paulo: XP inc., 2021. p. 6.

<sup>169</sup> UNEP FI. Princípios para o Investimento Sustentável (PRI). Londres, 2019. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 15 maio 2021.

<sup>170</sup> UNEP FI. Princípios para o Investimento Sustentável (PRI). Londres, 2019. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 15 maio 2021.

aportes e investimentos, será necessário (cedo ou tarde) entrar em conformidade com as demandas trazidas pelos portadores do capital.

Nesse sentido e a fim de explicar tais questões, é importante elencar as estratégias usadas para elencar o ESG dentro do mundo dos investimentos. Em seu relatório sobre o tema, a XP<sup>171</sup>, por meio de sua analista Ungaretti<sup>172</sup>, apresenta que não existe uma estratégia correta para fazer a análise, muito menos que se deve utilizar somente uma para realizá-la. Deve-se manter em mente o ponto que o investidor pretende atingir com seu investimento.

Dentre algumas possibilidades de análise, seis variações merecem destaque. Ungaretti<sup>173</sup> cita-as como sendo

**Filtro negativo**: exclusão de investimentos em setores, empresas, países ou projetos que ferem critérios ESG específicos. Essa estratégia já é há muito tempo aplicada, não somente devido aos critérios ESG, mas também no caso em que o investimento em questão não está alinhado aos valores éticos do investidor, ou não cumpre normas mínimas estabelecidas por organizações internacionais ou nacionais. Um exemplo de filtro negativo é a exclusão dos setores de armamento e fumo.

**Filtro positivo**: em vez de excluir investimentos como na estratégia anterior, os investidores incluem ativos que atendem aos critérios e normas estabelecidas, selecionando exemplos positivos de governança corporativa, cuidados com o meio ambiente e práticas comerciais socialmente responsáveis.

**“Best-in-class”**: essa estratégia difere da anterior, pois funciona como um ranking, em que são selecionados critérios ESG para a avaliação de um determinado ativo e, com base nessa análise, define-se os melhores de cada setor para receberem o investimento.

**Integração ESG**: incorporação dos fatores ambientais, sociais e de governança na análise financeira da empresa ou do projeto, capturando, assim, os impactos que determinados fatores terão no futuro da empresa.

**Investimento de impacto**: são aqueles direcionados à resolução de problemas sociais ou ambientais, com a premissa de que os impactos sejam mensuráveis – a performance do investimento é a combinação do impacto gerado na sociedade/meio ambiente e do retorno financeiro.

**Engajamento corporativo**: também conhecido como ativismo acionário, essa estratégia baseia-se na utilização da participação acionária que os investidores detêm para influenciar a estratégia da empresa na adoção de melhores práticas ESG – é a estratégia que mais se adequa a uma gestão passiva de investimento. Além disso, também é uma alternativa bastante utilizada por investidores que, ao

---

<sup>171</sup> A XP Inc. é a maior companhia brasileira de gestão de investimentos.

<sup>172</sup> UNGARETTI, Marcela. **ESG de A a Z** – Tudo o que você precisa saber. São Paulo: XP inc., 2021. p. 19.

<sup>173</sup> Ibid., p. 19.

invés de se desfazerem de sua participação em empresas que não adotam políticas ESG, eles as mantêm justamente na tentativa de tentar persuadir a companhia a adotar melhores práticas ambientais, sociais e de governança.

Tendo em vista essas possibilidades, exemplifica-se a possibilidade de unir forças entre uma análise e outra. Como no caso de um investidor utilizar o filtro positivo para a escolha de seus investimentos – somente investindo em empresas que estejam direcionadas a quesitos ESG, porém não necessariamente sendo a melhor empresa no quesito – e ainda realizam o engajamento corporativo – influenciando a companhia a melhorar seus critérios e ações frente a questões ambientais, de governança e de impacto social.

Outra possibilidade é unificar o conceito de integração ESG trazido em consonância com o investimento de impacto. Assim, seria possível, ao tempo que se realiza o levantamento do futuro da gestão em questões ESG, que o investidor combinasse o retorno financeiro ao impacto causado na sociedade ou meio ambiente.

Além do exposto, há mais um ponto importante que constitui a análise ESG por parte do mercado: a materialidade do ponto analisado. A matriz de materialidade para os fatores ESG consiste em um olhar crítico à relevância do tema atingido pela suposta ação da companhia. De maneira a clarificar o sentido antes de adentrar à explicação, utilizaremos o mesmo exemplo apresentado por Ungaretti<sup>174</sup>.

Coloquemos em evidência o caso de um banco. O maior impacto que poderia ser causado pelo banco seria uma falha de segurança, fazendo com que todos seus registros de clientes se tornassem públicos. Assim, é possível afirmar que isso seria um fator material – que implicaria na visão de eventuais investidores sobre o banco e geraria uma péssima impressão sobre eles. Porém, de pouco importa aos investidores a emissão de carbono do banco ou a poluição gerada por ele. Afinal, esses pontos não impactam diretamente a operação bancária – e, nem mesmo, configuram o interesse social<sup>175</sup>. Entretanto, esses quesitos implicam, de maneira substancial, para uma empresa produtora de plásticos.

Tendo em vista isto, há diversas matrizes de materialidade para os fatores ESG, tendo destaque a *Sustainable Accounting Standards Board* (SASB). De maneira exemplar, os pontos analisados pela SASB são equivalentes aos apresentados no

---

<sup>174</sup> UNGARETTI, Marcela. **ESG de A a Z** – Tudo o que você precisa saber. São Paulo: XP inc., 2021. p. 22.

<sup>175</sup> UNGARETTI, loc. cit.

Quadro 1 do presente trabalho, sendo eles (i) meio ambiente; (ii) capital humano; (iii) capital social; (iv) inovação e modelo de negócio; e (v) liderança e governança. Sendo esses divididos em vinte seis subpontos para melhor caracterização e atuação da companhia. O destaque vem ao passo que, por mais que todos os aspectos sejam analisados, pesos diferentes são dados a cada questão, como demonstrado com o exemplo anterior.

Tendo em mente um movimento global, pode-se indagar como o Brasil está se posicionando em relação a isto. Desde o início dos anos 2000, a bolsa de valores brasileira tornou-se a pioneira na América Latina no assunto, inovando ao criar, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) – com o auxílio do Banco Mundial. Também, criou o Índice de Carbono Eficiente (ICO2) em 2010. E, de maneira não suficiente, em setembro de 2020, o Índice ESG teve seu nascimento na B3<sup>176</sup>.

Vale comentar que o primeiro fundo de investimentos na bolsa de valores brasileira que carregava em seu DNA a questão de sustentabilidade é, em que pese, anterior ao movimento do mercado. O Fundo *Ethical FIA* foi o pioneiro na questão, incorporando, em sua análise de carteira, companhias que possuíssem, à época, olhar atento sob questões ambientais, sociais e, até mesmo, que possuíssem governança corporativa aquém do “necessário”. Inclusive, o Conselho Consultivo do fundo deveria ser preocupado com esse tipo de questão. Atualmente, o fundo corre pelo nome de Fundo Santander *Ethical Ações FIC FI*. Porém, a nomenclatura não alterou o ideal buscado: obtenção de resultados socioambientais e financeiros com a posição tomada pelo investimento, buscando lucro razoável, além de impactos positivos no quesito sustentabilidade<sup>177</sup>.

Vale pontuar, novamente, que esse posicionamento econômico não tem o intuito de trazer, unicamente, eficiência econômica, mas sim o bem estar social como um todo – através da imposição ética do investimento<sup>178</sup>.

Importante, também, ressaltar a importância ética nos investimentos e como ela configura o destino dado a eles. O pensamento jurídico-econômico sempre foi

---

<sup>176</sup> CAMARGO, João Laudo de. Mercado de Capitais e os fundos de investimento socioambientais. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 542.

<sup>177</sup> Ibid., p. 542-543.

<sup>178</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021

basilar para a boa desenvoltura do mercado. E, devido ao homem possuir características éticas por natureza, a visão dada pelo Direito e Economia passa a ser necessária<sup>179</sup>. Separar-se de seus conceitos éticos é, praticamente, impossível. Isso reflete nas decisões tomadas pelo mercado – sendo assim, aplicável somente em parte o conceito de homem econômico, despido completamente de indicativos morais e éticos na tomada de decisões no mundo negocial<sup>180</sup>.

Por mais conhecido que seja, é necessário considerar que o mercado sustentável é insipiente em sua visão macro. Porém, as companhias estão iniciando movimentos que percebem a direta ligação entre o meio ambiente e a sustentabilidade com a sua valorização. Mesmo que em estágio inicial, a pesquisa pelo tema está em ascensão, demonstrando como investidores querem aproveitar o mercado ainda subvalorizado. Em nenhum momento, é possível resguardar a ideia de o mercado financeiro não operar através da prospecção de lucro – isso seria uma falácia sem igual. Todavia, a obtenção dele passa a, finalmente, refletir em uma externalidade benéfica: a sustentabilidade passa a trilhar um longo caminho para reverter o prejuízo causado<sup>181</sup>.

Tendo isso em vista, retorna-se às possibilidades de análise dentro do mundo ESG.

A OCDE<sup>182</sup> traz que

---

<sup>179</sup> COMPARATO, apud VIZZOTTO, loc. cit.

<sup>180</sup> ZOCH, apud VIZZOTTO, loc. cit.

<sup>181</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021

<sup>182</sup> “Furthermore, funds could employ an impact focus. This category lends itself to ambiguity because impact investors often pursue social impact. While ESG impact investors may appear to be similar to the social impact investing, the key difference is that ESG impact funds should seek to achieve outcomes for the benefit of financial returns, in the process of improving ESG practices. Improving financial performance of issuers could occur in part through active engagement by ESG impact investors that contribute to improvements in governance or climate risk management practices, or divesting from ethically undesirable subsidiaries, which in turn can improve market valuations and financial performance. In this respect, ESG investing could include investing in lower scoring ESG companies that show some propensity to transition to higher ESG, and/or where the fund engages in some form of shareholder activism through share voting or bilateral communications to change company behaviour and practices. This approach can be generalised across ESG, or could be thematic in focus, where fund managers may have expertise in one area of ESG, such as green finance or good governance. For example, ESG impact investing could seek to maximise financial returns through green finance bonds.” BOFFO, Riccardo; PATALANO, Robert. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges**. Paris: OECD, 2020. p. 33. Disponível em: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>. Acesso em: 8 abr. 2021.

“ainda mais, os fundos podem procurar impacto pelo investimento. Essa categoria encontra ambiguidade porque os investidores de impacto também procuram gerar impacto social. Enquanto os investidores de impacto ESG podem parecer similares aos investidores de impacto social, a principal diferença é que os fundos de impacto ESG devem buscar alcançar externalidades positivas em benefício dos retornos financeiros, no processo de melhorar as práticas ESG. Melhorando a performance financeira dos emissores, podem ocorrer através do engajamento ativo pelos investidores de impacto ESG que contribuem na governança ou na gestão de risco climático, ou até mesmo realizando o desinvestimento de empresas subsidiárias não-éticas, o que pode melhorar o *valuation* dos mercados e performance financeira. Em respeito, o investimento ESG pode incluir investimentos em companhias de baixo *score* ESG que podem vir a se tornarem empresas com alto potencial ESG. (...) Essa abordagem pode ser feita de maneira geral pela ESG, ou de maneira focada, na qual os gestores de fundos tenham conhecimento em uma área ESG, como finanças verdes ou boa governança. Por exemplo, o investimento de impacto ESG pode procurar maximizar seus retornos financeiros através do investimento em títulos verdes.” (tradução nossa)

O que necessita ser levantado é que o interesse social da companhia, como demonstrado, versa quase que unicamente em atingir seu objeto social, gerar valor a empresa a qualquer custo e estar alinhada com os acionistas (lembrando ainda a fala de Friedman). De maneira diversa, o ESG também traz a necessidade de atingir o objeto social e suprir seus interesses, porém, se o custo for alto, não é uma empresa que merece – ou que, até mesmo, vai – prosperar no longo prazo. Logo, não necessariamente, o fato de aderir a uma política ESG seria caminhar em direção oposta ao trazido por Friedman, já que sua perenidade resultaria em provável valorização de suas quotas.

## 4 GREEN BONDS: OS TÍTULOS VERDES

Tendo apresentado as questões de Governança Corporativa, interesse social da companhia e ESG, é possível obter base para analisar os títulos verdes em seu teor, aplicabilidade e desenvoltura no mercado de investimentos como meio de concreção e monetização de todo conteúdo apresentado até o momento, inclusive de parâmetros ESG e como isso pode refletir de maneira prática na companhia.

Entretanto, investimentos voltados para iniciativas verdes tendem a gerar um retorno mais dilatado no tempo, ou seja, por mais que seja recompensatório, seus frutos podem demorar anos a aparecerem de maneira substancial. As cifras para aderir a sistemas de produção de energia fotovoltaica, por exemplo, entram facilmente na casa dos milhões.

Dessa forma, percebe-se que a grande adesão atual de companhias a políticas sustentáveis, muitas vezes, não ocorre porque as empresas percebem sua importância em questões ambientais, mas ocorre porque é benéfica no longo prazo frente ao mercado.

Porém, a sociedade capitalista é imediatista. Logo, as companhias recorrem ao crédito junto a investidores para não lidarem com o desembolso de grandes valores e se descapitalizarem. Assim, necessitam se ajustar a esse mercado muito específico e com políticas definidas: o da emissão de títulos verdes.

Posto isso, no atual momento do trabalho, é essencial tratar da monetização da sustentabilidade, e como são trazidos para o tempo presente benefícios econômicos que seriam recompensados à empresa somente no longo prazo. Assim, aborda-se: (i) os princípios dos *green bonds*; (ii) o processo de emissão dos títulos verdes; (iii) e a monetização dos parâmetros ESG na prática com a emissão dos *green bonds*.

### 4.1 Características e Utilidade

Como apresentado, o nosso sistema de capital aplicado pelo mercado trabalha de maneira mais eficiente e coesa a partir da concessão de crédito e investimentos. E os *green bonds* não são nada mais do que um incentivo criado para ter acesso a isso, uma espécie de monetização para questões verdes a fim de acelerar a transição para uma economia mais sustentável.



Ocorre que o mercado, na maneira que opera, em diversos momentos, acaba sendo contraproducente. Ou seja, opera de maneira pouco eficiente devido à falta de informação disponível sobre certo investimento ou certa operação, mantendo os riscos elevados. Isso se encontra resguardado pelo “Custo de Transação”, ou “custos das trocas”, que pode ser tratado em três grupos: custos de procura; barganha e negociação; e implementação.<sup>183</sup>

Nesse quesito, podemos dizer que, através da inserção do conceito ESG e dos PRI no mercado, as informações se tornam de mais fácil acesso para os interessados, e, conseqüentemente, o risco diminui – tornando o mercado mais eficiente. Tal fenômeno será demonstrado através da linha guia no presente capítulo, ao utilizar Vizzoto<sup>184</sup> em relação ao impacto e importância dos pilares da Governança Corporativa e ESG no investimento verde – o caráter ético do desenvolvimento sustentável aplicado a isso.

Também será tratado como ocorre a emissão de um título verde, desde os agentes envolvidos (podendo ser um fundo de investimento, uma empresa privada, ou um ente público, como um Estado), até a sua ação dentro de cada momento de emissão do título – seja pré-emissão, emissão ou pós-emissão.

Como o ESG, o nascedouro dos *green bonds*, não é recente. Por mais que as propostas iniciais que abarcassem ações contra o aquecimento global tenham surgido por volta do início dos anos 90, as primeiras movimentações referentes a questões ambientais atreladas diretamente a um papel, ou ser tratado como um *commodity*, foram levantadas somente no final da mesma década, com a criação dos Créditos de Carbono<sup>185</sup> – o que veio a atrelar valor à emissão de CO<sub>2</sub> na atmosfera, operando a

---

<sup>183</sup> COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Law & Economics**. Boston: Pearson Education, 2004. p. 91-92.

<sup>184</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021

<sup>185</sup> Os Créditos de Carbono foram propostos pelo Protocolo de Kyoto – tratado internacional que cria obrigação entre países assinantes a trabalhar de maneira efetiva na redução de emissão de gases do efeito estufa. Devido a ele, esses créditos foram criados, atrelando valor monetário à emissão de 1 tonelada de CO<sub>2</sub> na atmosfera. Uma reflorestadora, por exemplo, consegue emitir créditos de carbono para serem negociados no mercado, pois está retirando gás carbônico do ar e não está produzindo qualquer poluição. Muitas vezes empresas, e até mesmo países que não conseguem se manter abaixo da meta de emissão, necessitam comprar estes créditos, visto que sanções podem ocorrer com eles. BÚRIGO, Artur. Mercado de crédito de carbono cria oportunidades financeiras. *In: Folha de São Paulo*. [São Paulo], 24 mar. 2021. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/seminariosfolha/2021/03/mercado-de-credito-de-carbono-cria-oportunidades-financeiras.shtml>>. Acesso em: 14 maio 2021.

partir de déficits e créditos, transferindo de quem retira CO<sub>2</sub> da atmosfera para quem emite muito além da quota prevista.

Já a primeira emissão de título verde teve sua origem em 2008, através do Banco Mundial. A realização foi feita pela necessidade de um fundo de pensão da península escandinava: um produto financeiro com atributos como os de um título de renda fixa, porém com a particularidade que esse valor seria utilizado para dar suporte a projetos de caráter sustentável<sup>186</sup>.

Vale ressaltar que um produto financeiro com características de renda fixa seria aquele com uma taxa pré-fixada ou pós-fixada. O que, em suma, faz esse ser um rendimento denominado “fixo” é o fato de possuir sua remuneração e tempo já apresentados no momento de aplicação do título. Um exemplo prático disso é a aplicação, aqui no Brasil, no Tesouro Direto – financiando a dívida pública brasileira. Esses títulos tendem a apresentar uma taxa base acrescidas da correção aplicável para remunerar o investidor. Por mais que isso seja um padrão, não é retirada a possibilidade de variáveis serem incluídas no cálculo, devendo somente serem apresentadas no momento do investimento.

Com os títulos verdes não é diferente. No momento de sua emissão e oferta ao mercado, apresentam-se todas as taxas ao investidor interessado – como também é exposto os projetos envolvidos na emissão do referido título. De maneira a se resguardar tanto nos conceitos de ESG, quanto nos de Governança Corporativa, ambos já demonstrados, é importante manter o nível de transparência com os investidores em caráter excepcional, apresentando todos os documentos pertinentes para que o conhecimento do produto comprado e os riscos inerentes sejam todos expressamente reconhecidos<sup>187</sup>.

Um ponto reconhecido como padrão nos títulos verdes é seu caráter de financiar (ou refinarciar) ativos ou projetos no longo prazo – estimulando de maneira

---

<sup>186</sup> WORLD Bank Marks 10-Year Green Bond Anniversary with Landmark Issuance US\$1.3 Billion Issuances Bring World Bank Green Bond Program to US\$12.6 Billion. *In*: The World Bank. [Washington D.C.], 13 nov. 2018. Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/11/13/world-bank-marks-10-year-green-bond-anniversary-with-landmark-issuance-us-1-2-billion-issuances-bring-world-bank-green-bond-program-to-us-12-6-billion>>. Acesso em: 14 maio 2021.

<sup>187</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 6.

exemplar tanto o desenvolvimento sustentável, quanto a adaptação e mitigação para as mudanças climáticas<sup>188</sup>.

A Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), em conjunto com o Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (CEBDS), realizou um comparativo entre as diferenças principais entre os títulos usuais do mercado financeiro e os títulos verdes, a fim de demonstrar quais são os pontos em que há uma diferenciação de fato<sup>189</sup>.

Figura 2 – Títulos verdes x Títulos convencionais

Características	Títulos Verdes	Títulos convencionais
São títulos de dívida	✓	✓
Pagam cupom periódico ou no vencimento	✓	✓
Podem receber nota de rating de crédito	✓	✓
Tipologia de acordo com garantia da dívida	✓	✓
Financiamento ou refinanciamento	✓	✓
Recursos destinados para Projetos Verdes	✓	eventualmente
Rotulados como verdes e promovidos dessa forma junto aos investidores	✓	
O emissor se compromete a algum nível de transparência e documentação sobre o uso dos recursos nos Projetos Verdes	✓	
Credenciais verdes dos projetos recebem avaliação externa	✓	

Fonte: FEBRABAN<sup>190</sup>

Como destacado, há diversas similaridades entre os tradicionais e os verdes, entretanto, não necessariamente, os recursos levantados através do título tradicional serão destinados para propostas ambientalmente amigáveis.

<sup>188</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 6.

<sup>189</sup> Ibid., p. 7.

<sup>190</sup> Ibid., p. 7.

Porém, os *green bonds* propriamente ditos trazem benefícios tanto ao investidor quanto ao emissor, que serão melhor debatidos na sequência. Dentre esses, podemos rotular a possibilidade de *marketing* positivo para o emissor. Já, para o investidor, é possível, como abordado anteriormente, valer-se de maior transparência quanto à utilização dos valores levantados. Esse último ponto é de grande valia, uma vez que há certa gama de produtos no mercado brasileiro, por exemplo, que podem vir a ser tratados como “verdes” – como debêntures, cotas de Fundos de Investimentos em Direito Creditórios (popularmente reconhecidos como FIDCs), recebíveis do Agronegócio, entre outros<sup>191</sup>.

Em consonância com o capítulo referente a ESG, a emissão dos títulos verdes traria para a companhia um ponto fundamental e em crescimento no mercado: o acesso a investidores preocupados ambientalmente.

Por conta disso, fundos sustentáveis poderiam entrar na companhia através dessas emissões, pois existem diversas possibilidades com intuítos de longo prazo, que manteriam o papel em sua carteira de investimentos por períodos de crise ou de incertezas, pois acreditam na posição que tomaram na compra (a exemplo da *Zurich Insurance*, detentora de fundo superior a 2 bilhões de euros)<sup>192</sup>.

Ademais, traria para o emissor o *marketing* positivo, demonstrando ser uma empresa com preocupações ambientais, que faz sua parte em relação a mitigação e riscos de mudanças climáticas<sup>193</sup>.

Quando analisado pelo prisma do investidor, os títulos verdes também apresentam inúmeras vantagens. Dentre elas, podemos elencar duas principais: a transparência e o enquadramento em uma política sustentável.

A primeira é de grande valia a quem aporta o capital. Isso se dá pela necessidade de manter sempre clareza no destino e nos investimentos realizados com o valor, dando segurança a todo momento a quem interessa, e, dessa forma, mitigando o risco de maneira única dentro do mercado. Já a segunda é que se enquadram nos PRI, auxiliando a construir a teia de investidores *ecofriendly* – e

---

<sup>191</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 8.

<sup>192</sup> *Ibid.*, p. 8-9.

<sup>193</sup> *Ibid.*, p. 9.

também por serem rotulados desde o início por iniciativas verdes, facilitam a localização destes pelos interessados.

Cooter e Ullen<sup>194</sup> tratam sobre o risco e os custos de transação. Assim, cria-se a ideia de que, através do pilar de *accountability* da Governança Corporativa – absorvida tanto pela exegese do ESG e, subsequentemente, atrelada aos *green bonds* – os riscos inerentes do negócio seriam menores. Porém, isso não mitiga o risco a um estado límpido. Deve-se manter claro que os investimentos verdes são recentes e pouco desenvolvidos, gerando incerteza ao investidor sobre o seu futuro concreto e utilização de todas as suas funções dentro do longo prazo no mercado financeiro.

Nessa senda, Vizzoto<sup>195</sup> trata que

Por conta disso, ambiguidade é uma característica importante e persistente dos investimentos que se enquadram sob a égide dos “socialmente responsáveis”, além de configurar-se como um fator básico de incerteza. Esta situação pode fazer com que investidores aversos ao risco evitem produtos financeiros com estas características, como bem observam EASLEY e O’HARA<sup>196</sup>. A falta de um conceito claro para investimento ambiental, e também a inexistência de dados estáveis que relacionem retornos e lucros para este tipo de investimento demandam estudos nesta área, a fim de desenvolver o campo de conhecimento e reduzir a já referida incerteza – ao menos no nível aceitável para mercados financeiros, ou para um instrumento financeiro específico, por exemplo, fundos de investimento.

Nesse momento de incerteza, é que os PRI trazem sua participação a concretização da utilização dos títulos verdes no longo prazo e na construção de sua base de maneira sólida. Pois, de acordo com os princípios, é necessário que ocorra um *networking* e uma prospecção ativa de novos investidores, ao passo que os resultados – até agora demonstrados como positivos – sejam disseminados no mercado.

---

<sup>194</sup> COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Law & Economics**. Boston: Pearson Education, 2004. p. 91-92.

<sup>195</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021

<sup>196</sup> O autor faz referência ao trabalho de gestão elaborado por David Easley e Maureen O’hara chamado *Regulation and Return: The Role of Ambiguity*, publicado em 2005. EASLEY, David; O’HARA, Maureen. **Regulation and Return: The Role of Ambiguity**. Johnson Graduate School of Management. Cornell University, 2005. Disponível em: <<http://icf.som.yale.edu/pdf/seminars04-05/OHara.pdf>>. Acesso em 8 de abr. 2021.

Tendo isso em vista, os *Green Bonds Principles* (GBP) – ou princípios dos títulos verdes – tornam-se possíveis de serem trazidos à pauta, já que seus pilares se interligam de maneira substancial com os apresentados em outros pontos, seja de governança, ESG ou PRI.

#### 4.2 Princípios dos *Green Bonds* e Processo de Emissão

Os *Green Bonds Principles* estão intrinsecamente conectados às gamas de princípios já postos até aqui: têm o pressuposto de demonstrar o caminho a ser trilhado.

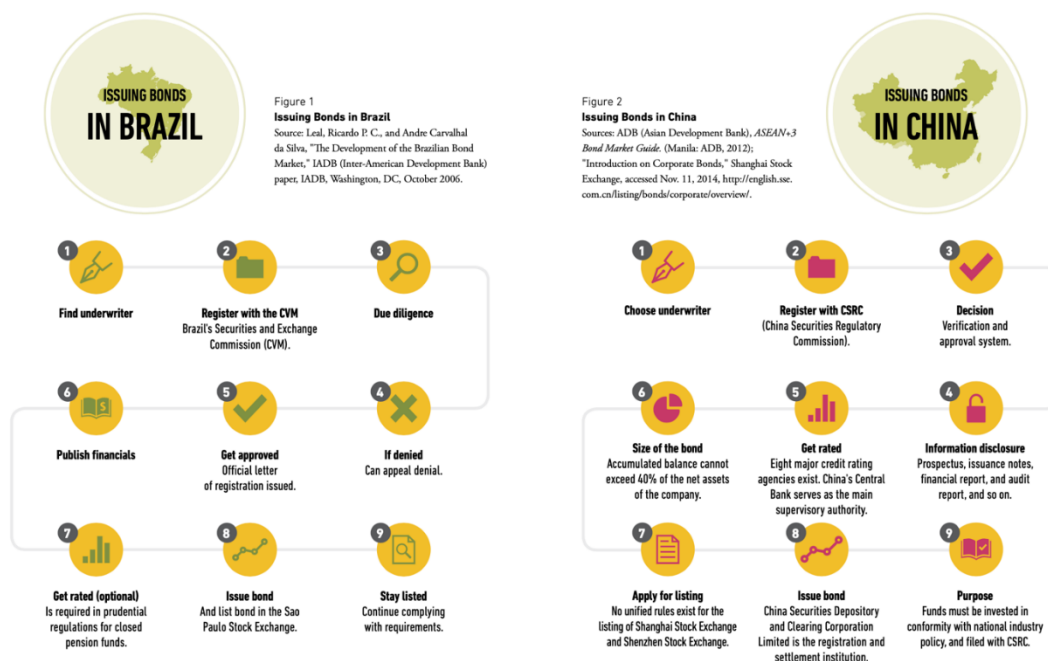
Como os PRI e os conceitos de ESG, são norteados pela necessidade de transparência e diligência a todo momento – sem comentar, também, que a integridade pelo desenvolvimento do mercado deve ser promovida pelo emissor. Em suma, toda informação deve ser ampla (desde valores, projetos, intenções e benefícios), de maneira que até *stakeholders* estejam cientes. É importante frisar que eles, como os anteriores, não são obrigatórios, sendo, somente, uma concepção indicada para uma emissão sem percalços<sup>197</sup>.

A fim de elencar, de maneira clara, as diferenças da emissão de um título verde entre países, o *World Bank* realizou uma comparação entre a emissão de um *green bond* no Brasil e outro na China.

---

<sup>197</sup> ICMA: International Capital Market Association. **The Green Bond Principles: Voluntary Process Guideliness for Issuing Green Bonds**, Junho, 2018. *E-book* (não paginado) Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>>. Acesso em: 10 de abr 2021.

Figura 3 – Comparativo de Emissão de Títulos Verdes (Brasil x China)



Fonte: Banco Mundial<sup>198</sup>.

Por mais que muitos países tenham suas normas internas em como propriamente emitir um *bond* frente ao mercado, é imperioso que um título tenha as mesmas características em qualquer mercado do mundo. Mesmo que algumas questões procedimentais sejam alteradas dependendo da economia que está envolvida, é indispensável que o título verde seja reconhecido como “verde” em qualquer país.

Percebe-se, pela figura 3, que a ordem de alguns fatores é alterada e algumas situações ocorrem no mercado brasileiro, mas não no chinês. Entretanto, independentemente disso, pode-se analisar o produto apresentado pelas duas cadeias de emissão como sendo o aceito pelo mercado como ambientalmente alinhado.

<sup>198</sup> BANCO MUNDIAL. **What are Green Bonds?** Washington, 2015. *E-book* (não paginado). Disponível em: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2021.

De maneira a clarificar os GBP, esses são divididos em quatro: (i) Definição dos Projetos e Uso de Recursos; (ii) Processo de avaliação e seleção de projetos; (iii) Gestão de Recursos; e (iv) Reporte e Monitoramento<sup>199,200</sup>.

Cada um dos pilares encontra-se em um momento da estrutura típica da emissão, resultando na explanação a seguir, que será realizada contrapondo o princípio com sua inserção prática.

Como pilar inicial para uma emissão correta, tem-se o conceito de uso de recursos dos *green bonds*. O intuito de buscar o dinheiro no mercado deve ser extremamente claro e sua utilização, obrigatoriamente, necessita ser voltada a algum projeto que venha a ter um comprovado impacto ambiental. Dentre as possibilidades, é de grande escopo o que se enquadra no quesito, como prevenção e controle de poluição; conservação de fauna e flora; conservação de recursos naturais; redução de impacto climático e adaptação a mudanças climáticas<sup>201</sup>.

De mesmo modo que ocorre na análise do posicionamento de investimentos voltados a ESG, é possível que, em um projeto financiado por meio de *green bonds*, tenha-se o prisma de impactar mais de um tipo de urgência ambiental, somando, por exemplo, o controle de poluição e redução de impacto climático.

As possibilidades mais comuns de aplicação, no que tange aos projetos específicos, são: energia renovável; eficiência energética; prevenção e controle de poluição; preservação de biodiversidade; transporte consciente; uso sustentável de recursos (como a água); e a construção de prédios “verdes” – dentro dos padrões internacionais.

Ainda, a FEBRABAN<sup>202</sup> levanta que

---

<sup>199</sup> ICMA: International Capital Market Association. **The Green Bond Principles: Voluntary Process Guideliness for Issuing Green Bonds**, Junho, 2018. *E-book*. (não paginado) Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>>. Acesso em: 10 de abr 2021.

<sup>200</sup> Tradução do autor dos nomes dos princípios. Originalmente, eles são definidos como: *Use of Proceeds, Process for Project Evaluation and Selection, Management of Proceeds e Reporting*.

<sup>201</sup> ICMA: International Capital Market Association. **The Green Bond Principles: Voluntary Process Guideliness for Issuing Green Bonds**, Junho, 2018. *E-book* (não paginado) Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>>. Acesso em: 10 de abr 2021.

<sup>202</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p.16.



Ressalta-se que as ações de mitigação ou adaptação em setores intensivos no uso de recursos naturais e causadores de alto impacto ambiental, como petróleo, gás e mineração, não estão excluídas das atividades potencialmente elegíveis a implementar um Projeto Verde. Considerando que a transição para uma Economia Verde requer a adoção de esforços globais em todos os setores da economia e que a emissão de Títulos Verdes deve ter como objetivo o financiamento ou refinanciamento de Projetos Verdes, a implementação de ações que minimizem o impacto de atividades em setores potencialmente causadores de impacto ambiental não deve ser descartada sem análise prévia das adicionalidades ambientais propostas pelo Projeto Verde. Uma empresa do setor de energia cuja capacidade de geração é majoritariamente de fonte fóssil, por exemplo, poderia emitir Títulos Verdes para expandir suas operações de energia renovável, direcionando a empresa para um modelo de negócios mais sustentável.

Ou seja, a elegibilidade de um projeto verde, obrigatoriamente, necessita gerar um impacto perceptível. E, por mais que, em alguns projetos, a reverberação da ação seja baixa quando comparado com toda a indústria, ele não deve ser excluído. Visto que, para atingirmos um ideal de sustentabilidade no futuro, teremos que atravessar mudanças grandes em setores que não acreditávamos poder ocorrer qualquer alteração, como o setor petrolífero, de energia ou, até mesmo, de produção de plásticos e seus derivados<sup>203</sup>.

Podemos, inclusive, indagar, aqui, sobre qual a aplicabilidade real dos projetos da maneira citada, afinal, essa modalidade de investimento não é veiculada em grandes canais midiáticos. Porém, é importante tratar como o princípio de governança corporativa do *disclosure* se apresenta emaranhado a esse pilar inicial dos GBP.

De maneira já debatida<sup>204</sup>, o intuito aqui é o de clareza e diligência – por parte da companhia, ou apresentada por seu administrador – de trazer, aos interessados na questão, informações claras e alinhadas com as necessidades apresentadas. E, assim, tanto uma parte quanto a outra na relação podem se beneficiar devido à clareza que possuem sobre a atual situação, seja a empresa ao expor motivos, ou o acionista ao votar a emissão de títulos verdes para benefício (no longo prazo) de suas quotas.

---

<sup>203</sup> O presente trabalho tem como foco a análise da emissão dos títulos verdes no Brasil. Para aprofundar o assunto da maneira delimitada no território europeu, aconselha-se a leitura do documento da União Europeia sobre a emissão de títulos verdes em seus domínios denominado *Usability Guide EU Green Bond Standard*. EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. **Usability Guide EU Green Bond Standard**. Março, 2020. *E-book*. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)> Acesso em: 25 maio 2021.

<sup>204</sup> Vide capítulo 2.2.1.

Lembremos, também, que, para quaisquer credores da corporação, informação é vital. E, como bem cita Eizirik<sup>205</sup>, o mercado compactua com uma troca justa de informações, já que permite uma avaliação e precificação mais correta e coerente com a realidade, o que, conseqüentemente, avalia o risco empresarial.

Dando seqüência, entra-se no segundo GBP, que versa sobre a seleção e avaliação do projeto, posicionada entre a pré-emissão e a emissão propriamente dita. Como já se possui o escopo definido dos projetos a serem plausíveis de emissão de títulos verdes, cria-se a necessidade de selecionar o que melhor se enquadra nas necessidades da companhia. Esse quesito precisa estar extremamente claro de sua usabilidade – sendo incluídos na oferta desde critérios de escolha do projeto, descrição do destino dos recursos e benefícios do projeto<sup>206</sup>. E, assim, caminha-se ao mesmo tempo pelo primeiro princípio quanto pelo segundo: o processo de avaliação e seleção de projetos.

No Brasil, como exposto na Figura 3, há a necessidade da chamada *due dilligence* para a emissão dos referidos instrumentos financeiros, o que possibilita gerar credibilidade frente ao mercado. Isso acaba leva à figura do Avaliador Externo, como é o caso das certificadoras<sup>207</sup>.

Esse agente, dentro do processo de emissão do *green bond*, tem caráter essencial frente ao mercado em diversos momentos. A avaliação externa fornece um parecer através de auditoria ao analisar a emissão por um prisma padronizado nacional ou internacionalmente, seja pelos GBP ou outro indicativo. Por ser de escopo vasto, é possível realizar essa validação através de diversos modos, porém sempre permitirão uma melhor análise por parte do investidor sobre a sustentabilidade da companhia em voga<sup>208</sup>.

---

<sup>205</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 157.

<sup>206</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 16.

<sup>207</sup> Vale comentar que a certificação não é o único modo de validação frente ao mercado. Há a possibilidade de validar os títulos por opinião de terceiro; verificação por consultorias através de critérios internos e até declarações do emissor (e referenciar critérios como os GBP); a própria certificação por auditoria; ou realização de *Rating* por agencias, pontuando o título frente a critérios definidos pela própria agência.

<sup>208</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>.

Por mais que o agente externo tenha grande importância na fase de pré-emissão, a FEBRABAN<sup>209</sup> exige que

(...) é de responsabilidade do emissor do Título Verde garantir que a alocação dos recursos obtidos e o monitoramento do desempenho ambiental dos projetos ocorram conforme previsto. A Avaliação Externa é a forma mais indicada para verificar o cumprimento destes compromissos, podendo ser também utilizada no processo de comunicação dos resultados aos investidores e coordenadores.

Ou seja, por mais que, frente aos investidores, isso seja importante, não há responsabilização do agente externo sobre a utilização dos recursos, que recaem unicamente para o emissor.

Figura 4 – Elementos de Avaliação Externa

Fase do projeto	Avaliação Externa
Pré-operacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Critérios de elegibilidade dos Projetos Verdes</li> <li>• Modelo de governança para implantação e gestão do Projeto</li> <li>• Licenças ambientais</li> <li>• Estudos de Impacto Ambiental</li> <li>• Indicadores definidos para o monitoramento</li> <li>• Estimativas do desempenho ambiental</li> </ul>
Operacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Critérios de elegibilidade dos Projetos Verdes</li> <li>• Modelo de governança para implantação e gestão do Projeto</li> <li>• Licenças ambientais</li> <li>• Desempenho ambiental do Projeto Verde para os indicadores definidos</li> <li>• Certificações de sustentabilidade</li> <li>• Atestados de regularidade ambiental</li> <li>• Laudos técnicos</li> </ul>

Fonte: FEBRABAN<sup>210</sup>.

Quando a *due dilligence* se dá por meio de opinião, de maneira crítica, analisam-se critérios de Política de Responsabilidade Socioambiental, objetivos visados no escopo ambiental, gestão de projetos e modelo de Governança Corporativa adotado. Vale ressaltar que, se o projeto se encontra abarcado pelos

content/uploads/2016/10/Guia\_emissão\_t%C3%ADtulos\_verdes\_PORT.pdf>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 17.

<sup>209</sup> Ibid., p.17.

<sup>210</sup> Ibid., p. 28.

critérios necessários, aplicação, forma de monitoramento e qualidade frente o mercado, esse quesito não necessita ser realizado por auditores, apenas por agência de renome<sup>211</sup>.

Já a verificação externa necessita que auditores adentrem à empresa, analisando todas as declarações realizadas pelo emissor, usando, também, como base critérios abarcados pelo mercado como ideais para a emissão dos títulos, sejam esses internos da auditoria ou externos (como os GBP)<sup>212</sup>.

De igual forma, a certificação deverá ser realizada por auditores. A diferença, aqui, é que, nesse caso, os auditores serão certificados por entidades superiores ligadas a essas iniciativas, demandando uma análise mais carregada e com padrão mais elevado de representação junto ao mercado<sup>213</sup>.

Finalmente, há a possibilidade de enquadrar a emissão dentro de *rating*. A questão que torna esse modelo diferenciado é que, em todos os anteriores, a análise é feita através do prisma do emissor e das conformidades empresariais, enquanto, nesse, o foco se dá na qualidade do título frente ao projeto enfocado. Assim, torna-se mais assertivo quando o investidor procura gerar mais impacto e não obter somente lucro<sup>214</sup>.

Formalmente, a emissão de um *green bond* se assemelha, como esperado, a qualquer título de dívida pré-fixada convencional. E, como já exposto pela Figura 2, não são iguais somente pela destinação que os recursos terão, sendo obrigatoriamente voltados a impacto ambiental.

Após a emissão do *bond* nos parâmetros conforme regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entra-se no momento denominado pós-emissão. E de maneira conjunta, adentra-se aos próximos dos GBP: alocação de recurso; monitoramento e reporte.

Para o primeiro, nada difere do controle do valor levantado com a emissão e melhor distribuição desse para o projeto, agindo de maneira diligente e em completa conformidade com os pilares da ESG, da PRI ou da Governança Corporativa –

---

<sup>211</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016. E-book**. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p.18.

<sup>212</sup> Idem p. 19.

<sup>213</sup> Idem p. 19.

<sup>214</sup> Ibid., p. 18.

semelhante ao pilar de *disclosure* e, em parte, ao de *accountability*. Já, quanto ao segundo, entramos sob a influência grande da prestação de contas da Governança Corporativa.

No momento de reporte, que dá nome ao princípio, são realizados relatórios para disponibilização aos investidores, a fim de informá-los a respeito da alocação de recursos e prestar contas sobre o uso do dinheiro, mesmo que não tenha sido feito de maneira integral. Ainda, no caso de qualquer projeto ser quitado ou não enquadrar mais em quesito “verde”, ele deve ser retirado do relatório e informado aos investidores. Também, no caso de somente uma parcela estar nos padrões propostos, somente ela deve constar no reporte<sup>215</sup>.

De acordo com a FEBRABAN<sup>216</sup>,

Os reportes, a comprovação das aplicações dos recursos e os resultados ambientais alcançados, conforme especificados na emissão, são fundamentais para a credibilidade e reputação do emissor junto ao mercado em geral e aos investidores em particular haja vista que não há uma norma regulatória ou legal que garanta a correta aplicação dos recursos, mas sim o comprometimento voluntário e público do emissor.

Em outras palavras, o momento do reporte aos investidores e disponibilização de memorandos e relatórios é a grande virada da companhia, tanto para o caso de se ter feito de maneira correta a alocação de recursos ou não.

Caso o reporte seja alinhado com as expectativas colocadas na operação, a companhia se beneficiará do *marketing* positivo, além de gerar credibilidade frente ao mercado – monetizando, indiretamente, sua posição sustentável através da valorização frente ao mercado (podendo ser percebido, por exemplo, pela valorização de ações listadas em bolsa de valores). Dessa forma, pela transparência e boa gestão, o risco dado à empresa acabará por diminuir, também, os custos de transação<sup>217</sup> –

---

<sup>215</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 22.

<sup>216</sup> Ibid., p. 22.

<sup>217</sup> VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf). Acesso em: 21 abr. 2021

visto que esse é inversamente proporcional à atividade empresarial<sup>218</sup>. Dessa forma, haverá valorização da companhia e retornos serão repassados aos acionistas, mantendo a máxima de Friedman<sup>219</sup>, e não excluindo *stakeholders* da equação para tal.

Caso haja o descumprimento do projeto, a legislação não configura punição cabível ao emissor. Todavia, é provável que a posição desse seja colocada em xeque pelo mercado – causando danos à imagem social e reputação. Nesse caso, seria constatado a tentativa falha de uma empresa que não está comprometida com as questões ESG ou questões ambientais (desmascarando, assim, o Greenwashing<sup>220</sup>)<sup>221</sup>.

Postas as diretrizes centrais e como influenciam na emissão de um título verde, torna-se pertinente abordar, de maneira prática, o processo de emissão desses instrumentos de modo a concretizar a teoria.

### 4.3 Emissão de *Green Bonds* e Monetização na Prática

Por mais que já realizado o panorama da situação em que os títulos verdes são aplicáveis, o conceito pode parecer ainda um pouco fragmentado quando relacionado ao de ESG. Tendo isso em vista, realizar-se-á uma breve exposição para tratar as possibilidades mais usuais em companhias da utilização desse artifício. Por exemplo, podemos elencar que, dentre os possíveis emissores de *green bonds*, temos empresas em geral, instituições financeiras ou governos.

---

<sup>218</sup> MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 11 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. v. 1: Empresa, Empresários e Sociedades. *E-book*. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#!/books/9788530986384/>>. Acesso em: 01 abr. 2021.

<sup>219</sup> Vide 2.

<sup>220</sup> Os autores Paiva, Rabello e Cavalcanti relacionam o *greenwashing* com quando “companhias defendem possuir valores socioambientais e de boas práticas de governança, porém, muitas vezes, tal engajamento limita-se ao texto de políticas e manuais internos da companhia, a qual não implementa tais valores de forma sistemática ou pauta suas atividades de forma contrária aquela divulgada no mercado”. CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe. A nova Realidade da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil do Ponto de Vista Legal e a Respectiva Incorporação dos Aspectos ESG. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 540.

<sup>221</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 25.

No caso de companhias que querem gerar caixa para investimento em um projeto específico, há a liberação de venda do referido ativo no mercado após sua emissão. Há possibilidade tanto com o intuito de financiamento quanto de refinanciamento. Ocorre que os projetos necessitam estar completamente coesos com o processo de emissão já explicado no subcapítulo anterior<sup>222</sup>.

Podemos, nesse quesito, indagar sobre possíveis questões de cadeia societária: empresas controladoras podem emitir um título verde para direcionar à empresa controlada? Isso seria deveras positivo, melhorando o *rating* do título e sua confiabilidade no mercado em alguns casos.

A exemplo, é possível imaginar a companhia *Philip Morris International*, controladora da Philip Morris Brasil Ltda. Poderia a controladora ofertar títulos verdes de sua emissão frente ao mercado para utilizá-los na sua ramificação brasileira? Afinal, a controladora possui reputação melhor frente a investidores e não faz parte diretamente da indústria, logo, caso possuísse interesse em realizar projeto verde com o intuito de diminuir o uso de água na produção do cigarro, não teria fundo material no qual se apoiar.

Nesse caso, quando o interesse se dá pela utilização de projeto realizado por grupo empresarial, a estruturação será dada da mesma maneira que ocorreria em qualquer outra ocasião. Assim, qualquer uma das empresas que fazem parte do grupo pode emitir e utilizar os recursos conforme planejado – sempre deixando os investidores a par da situação<sup>223</sup>.

Ainda, devemos manter claro que a emissão de um *green bond* não necessariamente deverá vir nomeada como tal. Afinal, o ponto de convergência para tal é que seja um título de dívida pré-fixado que terá seu valor destinado para projetos verdes, como discorrido anteriormente.

### Figura 5 – Financiamento de Projetos Específicos

---

<sup>222</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 27.

<sup>223</sup> *Ibid.*, p. 28.

Emissor	Instrumento financeiro	País	Avaliação externa	Uso dos recursos
Energia Eólica – controlada da ContourGlobal	Senior Secured Notes (Debênture de Projeto) US\$ 204 MM 20 anos	Peru	Não	Usinas de energia eólica em operação e com contratos de venda de energia de 20 anos do programa de energia renovável do governo peruano.
TerraForm Power Operating (YieldCo)	Senior Notes US\$ 300 MM 10 anos	EUA	Não	Aquisição de uma usina de energia eólica.
Flexigroup	Asset-Backed Securities US\$ 39 MM 5 anos	Austrália	Opinião – DNV GL + Certificação <i>Climate Bonds Standard</i>	Carteira de projetos de geração distribuída fotovoltaica.

Fonte: Febraban<sup>224</sup>.

No caso da energia eólica, a emissão verde veio a concretizar-se através do chamado “*Senior Secured Notes*”, uma espécie de Debênture de Projeto que tem preferência no pagamento. Porém, devido ao destino dos valores ser unicamente o investimento em usinas de energia renovável, encontra-se alinhado com as premissas do GBP. Ainda, repara-se nos exemplos de projetos levantados com os títulos verdes: produção de energia de baixo impacto ambiental.

Já quando uma companhia não pretende investir, especificamente, em um projeto, abre-se a possibilidade de realizar os investimentos verdes através de um programa fundamentado. A diferença em questão reside na amplitude de elegibilidade futura.

Assim, o processo de emissão configura-se de maneira um pouco diferente. Os critérios de elegibilidade devem vir descritos no processo de emissão, já que não possui um projeto concreto – como uma estratégia de ação, a política socioambiental da companhia, objetivos ou metas, plano de ação, etc. Por conta disso, torna-se de

<sup>224</sup>FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 29.



suma importância a realização de uma avaliação externa para que seja dirimida a incerteza dos investidores frente o projeto – e, conseqüentemente, o risco e o custo. O mais comumente utilizado, no caso, seria uma empresa para indexar um *rating* ao emissor<sup>225</sup>.

Nos casos de emissão realizada nos moldes supra, o momento do reporte é crucial ao mercado e investidores, pois, como não existe a certeza de como os recursos serão utilizados, uma incerteza sempre paira sobre a operação. Logo, para gerar a confiança, tem-se que realizar uma gestão transparente – aplicando o teor do pilar de *accountability*, da Governança Corporativa – e realizar relatórios em períodos menos espaçados. Nesses informativos, deverão constar o valor já alocado em cada projeto, o quanto ainda não foi destinado para nenhum fim e, até mesmo, um detalhamento utilizando indicadores definidos na emissão sobre o desempenho dos projetos investidos<sup>226</sup>.

Como exemplo, podemos trazer o recente caso da companhia americana Apple. A empresa emitiu um total de US\$4.7 bilhões em títulos verdes – que estão sendo utilizados para “diminuir a emissão de carbono” e “aumentar a produção de energia limpa através de painéis fotovoltaicos”. Essa emissão não foi realizada visando um projeto específico, tanto que somente metade do valor foi alocado até o momento, de acordo com o site da própria empresa – conforme reporte entregue aos investidores<sup>227</sup>.

Não suficientemente, há a emissão por empresas que já possuem a característica de serem ambientalmente sustentáveis. Nesse caso, as companhias denominadas, internacionalmente, como “*pure play*” emitem os *bonds* com o intuito de investir de maneira geral na companhia. Na hipótese, é importante que o objeto social esteja alinhado de maneira integral com a emissão.

Podemos citar aqui o caso da Vestas, companhia dinamarquesa de produção de turbinas eólicas, que emitiu US\$500 milhões de *green bonds* em 2015. Por mais

---

<sup>225</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 30.

<sup>226</sup> *Ibid.*, p. 30.

<sup>227</sup> APPLE’S \$4.7 billion Green Bond spend is helping to create 1.2 gigawatts of clean power. *In*: APPLE. [S. l.], 17 Mar. 2021. Disponível em: <https://www.apple.com/newsroom/2021/03/apples-four-point-seven-billion-green-bond-spend-is-helping-to-create-one-point-two-gigawatts-of-clean-power/>. Acesso em 24 abr. 2021.

que o valor seja de cifras milionárias, o montante não foi destinado para seu produto. O motivo da emissão e seu destino foi aprimorar e diversificar a então estrutura de financiamento – permitindo que, no longo prazo, sejam apresentadas condições mais atraentes. Por mais que, diretamente, o escopo da dívida não seja de impacto ambiental, seria falacioso propor que, ao melhorar questões gerais de uma companhia que tem como objeto social atividade alinhada com qualquer quesito verde, ela não estaria, indiretamente, auxiliando o ambiente<sup>228</sup>.

Por último, a emissão pode ser realizada através de instituições financeiras. Esses são agentes extremamente importantes na cadeia, pois sua participação em uma emissão pode agir como um trunfo. A essas cabem agir como coordenadores de emissões, emissores ou investidores. Caso sua participação na cadeia venha a ser no caráter de emissor, seu *modus operandi*, normalmente, será como o de uma companhia, emitindo os *bonds* para refinarçar ou financiar os projetos que possui controle. Porém, é importante citar a possibilidade de colocar à disposição os títulos que serão destinados a financiar sua carteira de clientes (e seus projetos), agindo como um intermediário através de empréstimos ou financiamentos verdes<sup>229</sup>.

Uma ótima maneira de demonstrar a aplicabilidade no mercado desse segmento é analisar a emissão realizada a alguns anos pelo *Bank of America*. Cerca de US\$1 bilhão, com prazo de três anos, foi ofertado no mercado, com o fim de financiar projetos voltados à energia renovável ou eficiência energética. A base da operação foi um projeto do próprio banco, que se compromete ambientalmente no valor de US\$125 bilhões<sup>230</sup>.

Em suma, a projeção de todos os princípios anteriores, no momento da emissão como um todo (seja na pré-emissão, emissão ou pós-emissão) convergem em um único ponto: trazer ao presente os benefícios de investimentos ESG que seriam feitos ao longo dos anos. Dessa maneira, pode-se concretizar os projetos em um “curto” espaço de tempo e realizar as mudanças na indústria o quanto antes – pois

---

<sup>228</sup> VESTAS. Company Announcement From Vestas Wind Systems S/A. Aarhus University, 2015. Disponível em:

<<https://www.vestas.com/en/media/~media/4a20c12871e243f7ae76a02226a98edc.ashx>>. Acesso em: 15 maio 2021.

<sup>229</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. E-book. Disponível em: <[http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia\\_emissão\\_t%C3%ADtulos\\_verdes\\_PORT.pdf](http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissão_t%C3%ADtulos_verdes_PORT.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2021. p. 32-33.

<sup>230</sup> Ibid., p. 33.

a Terra já está em débito, e temos que transformar isso em crédito em um futuro próximo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

“A dificuldade não está nas novas ideias, mas em escapar das velhas”<sup>231</sup>. Com a mesma citação trazida na abertura do presente trabalho, realiza-se seu fechamento. Afinal, devido à velocidade de criação de novos artifícios econômicos, é possível não compreender a totalidade das suas aplicações e conseqüente retorno positivo aos *stakeholders* ou *shareholders*, gerando, assim, resistência em sua aplicação universal.

Com início das relações empresariais e advento do capitalismo moderno, as companhias começaram a ser montadas a partir de tentativa e erro. Dessa forma, foram evoluindo junto com as necessidades apresentadas pelo modelo econômico em que estavam inseridas. Entretanto, ao passo que o seu crescimento começou a ocorrer de maneira majoritariamente privada e exponencial, viu-se obrigatória a criação de um modelo de gestão que permitisse à companhia funcionar de maneira autônoma, dando início à Governança Corporativa.

Com o prelúdio da governança, deu-se maior atenção a pontos cruciais e indispensáveis para uma gestão segura de personalidades jurídicas: a figura do gestor, do acionista e dos *stakeholders*. Porém, essas definições não ocorreram sem antes trilhar um árduo caminho para compreender seus direitos e influência dentro da empresa.

Ao analisar esse processo, pode-se lembrar o incessante ativismo de diversas figuras e, também, como acontecimentos pontuais – como a criação da SOX – foram, na verdade, construções realizadas por diversos atos e esforços conjuntos, abrindo caminho para a sustentação da governança corporativa através de seus quatro pilares principais: *i. Disclosure*; *ii. Fairness*; *iii. Accountability*; e *iv. Equity*.

Ao trazer esses pontos de apoio para a legislação, percebe-se que todos são muito bem observados na LSA, tanto como direitos, quanto deveres. Há, também, a observância e tratamento da personalidade jurídica como deve ser tratada: de maneira autônoma e focada em seus próprios objetivos.

---

<sup>231</sup> KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. 1 ed. Zurique: ETH Zurique, 1936. p. 3. Disponível em: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf). Acesso em 12 maio 2021.

Assim, o interesse social da companhia entra em discussão. Esse pode ser analisado e interpretado de diversas maneiras; até mesmo a LSA faz menção a isso. Porém, a discussão é ainda mais profunda já que podemos tratar do interesse social a partir de diversos prisma de análise, do ponto de vista do empregado, do administrador, do acionista ou do *stakeholder*. Muitos modelos foram já implementados em momentos diferentes e em diversos sistemas empresariais, porém acabaram por ser deixados de lado.

O *stakeholder*, classicamente, não é tratado com a importância devida. Todavia, suas ações frente a companhia podem ser desastrosas para sua sustentabilidade e perenidade. Afinal, um fornecedor pode se negar a realizar a venda de matéria prima para certa empresa para que sua imagem não esteja ligada a ela por alguma inconformidade. Pode, também, ocorrer boicote por parte de consumidores de seu produto. Em suma, sem a devida atenção às preocupações dos interessados na companhia, seu fim é certo – pois sem sua atuação (direta ou indireta) a companhia padecerá frente o mercado.

Diante disso, o mercado, sempre reativo a acontecimentos, apresenta o ESG para lidar de maneira prévia com preocupações ambientais, sociais ou de governança para dirimir o problema de sustentabilidade enfrentado pelo capitalismo frente às estruturas sociais e meio ambiente. E seus pontos mais explorados pelo trabalho são os que nomeiam todas as letras de sua sigla: *Environmental, Social, and Governance*.

Porém, esse modelo não é uma criação simplesmente. Na verdade, sua concepção foi desenvolvida como uma continuidade da Governança Corporativa em sua maneira mais pura. Nesse sentido, do mesmo modo que o lucro foi a primeira concepção do interesse social, ele somente não é mais o único ponto a ser observado, uma vez que a função social é igualmente importante para abarcar o direito empresarial em sua totalidade. Além disso, é importante frisar que não somente o *shareholder* necessita atenção, mas, sem ele, a empresa padece no tempo.

Nesse sentido, de maneira a gerar uma situação mais propícia no ambiente negocial, a Governança Corporativa se desenvolveu, gerando o ESG como apresentado. Todavia, mesmo com todos seus princípios fundamentados e teorias de aplicação, encontra-se o problema de como fazer com que isso se torne um padrão de investimento, uma vez que necessitamos desconstruir o conceito de que não é plausível obter crescimento econômico a partir de uma matriz sustentável. Essa

questão ainda se faz presente mesmo com a demonstração clara da possibilidade de convergência dos conceitos, conforme explica Juarez Freitas<sup>232</sup>.

Por mais que os PRI – princípios de investimento responsável, que compactuam com o ESG – tragam em sua matriz principiológica a demonstração de como essa associação é ideal para investimentos e companhias, pode se tornar moroso o movimento incorporação deles. Uma maneira de monetizar a sustentabilidade, tornando concretas as premissas, necessita ser palpável ao investidor para acelerar o engajamento. Chega-se, dessa maneira, aos *green bonds*.

Com eles, pode-se tornar concreto como os conceitos de projetos sustentáveis são apresentados e indexados pelos investidores, uma vez que, em tais títulos, se percebe incrível congruência com os conceitos de ESG, por exemplo.

O investimento será, obrigatoriamente, feito quase em sua totalidade em projetos que visam gerar impacto ambiental de maneira direta, afetando, indiretamente, a sociedade e os *stakeholders*. Porém, para sua aplicação, devemos observar os pilares da governança corporativa. Afinal, é imprescindível que ocorra uma prestação de contas, realizada de maneira diligente, sem quaisquer intercorrências.

Com a aplicação crescente dos títulos verdes, é possível perceber que os conceitos de lucro, valor e crescimento da companhia não caminham em sentido oposto da sustentabilidade, mas é necessária uma reformulação para que nosso meio social e modelo econômico compreendam que o crescimento medido somente pela produção e consumo desenfreado não é mais possível – por mais desafiador que seja buscar caminhos diferentes do sistema. Afinal, como proposto por Keynes, a dificuldade reside em se desvencilhar das velhas ideias – e não em aplicar uma nova.

---

<sup>232</sup> FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade**: Direito ao Futuro. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

## REFERÊNCIAS

AÇÕES da Vale caem 7,55% com ruptura da barragem em Mariana. *In*: ESTADO de Minas. [Belo Horizonte], 7 nov. 2015. Disponível em: <[https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2015/11/07/internas\\_economia,705425/acoes-da-vale-caem-7-55-com-acidente.shtml](https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2015/11/07/internas_economia,705425/acoes-da-vale-caem-7-55-com-acidente.shtml)>. Acesso em: 24 abr. 2021.

ADMINISTRAÇÃO. *In*: PETROBRAS Investidores [Rio de Janeiro]. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/esg-meio-ambiente-social-e-governanca/administracao/>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

APPLE's \$4.7 billion Green Bond spend is helping to create 1.2 gigawatts of clean power. *In*: APPLE. [ S. I.], 17 Mar. 2021. Disponível em: <https://www.apple.com/newsroom/2021/03/apples-four-point-seven-billion-green-bond-spend-is-helping-to-create-one-point-two-gigawatts-of-clean-power/>. Acesso em 24 abr. 2021.

ARAÚJO, Elaine Cristina de; JÚNIOR, Arlindo Luiz Rocha. **Holding: visão societária, contábil e tributária**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2018.

ASCARELLI, Túlio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999.

BANCO MUNDIAL. **What are Green Bonds?** Washington, 2015. *E-book* (não paginado). Disponível em: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2021.

BARRAGEM da Vale se rompe em Brumadinho, MG. *In*: G1 Minas. [Belo Horizonte], 25 jan. 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/mg/minas-gerais/noticia/2019/01/25/bombeiros-e-defesa-civil-sao-mobilizados-para-chamada-de-rompimento-de-barragem-em-brumadinho-na-grande-bh.ghtml>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

BERLE JUNIOR, Adolf A. *Power without property*. Nova Iorque: Harcourt, Brace and Company, 1959.

BlackRock no Brasil. *In*: BlackRock. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/quem-somos>>. Acesso em: 14 maio 2021.

BOCHENSKI, Jozéf Maria. **Diretrizes do Pensamento Filosófico**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 1977.

BOFFO, Riccardo; PATALANO, Robert. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges**. Paris: OECD, 2020. p. 33. Disponível em:

<<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>. Acesso em: 8 abr. 2021.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2019. *E-book*. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597020489/cfi/6/2!/4/2/2@0.00:28.7>. Acesso em: 2 abr. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2020.

BRONZATTO, Thiago. Intervenção de Bolsonaro na Petrobras custou cerca de 400 bilhões de reais. *In: Veja*. [São Paulo], 27 fev. 2021. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/brasil/intervencao-de-bolsonaro-na-petrobras-custou-cerca-de-400-bilhoes-de-reais/>>. Acesso em: 22 maio 2021.

BÚRIGO, Artur. Mercado de crédito de carbono cria oportunidades financeiras. *In: Folha de São Paulo*. [São Paulo], 24 mar. 2021. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/seminariosfolha/2021/03/mercado-de-credito-de-carbono-cria-oportunidades-financeiras.shtml>>. Acesso em: 14 maio 2021.

CAMARGO, João Laudo de. Mercado de Capitais e os fundos de investimento socioambientais. *In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 539-548.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva. 2009. v. 3: Arts. 138 a 205.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. *In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAVALCANTI, Fabíola; RABELLO, Gustavo; PAIVA, Felipe. A nova Realidade da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil do Ponto de Vista Legal e a Respectiva Incorporação dos Aspectos ESG. *In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 549-562.

COM Interferência de Bolsonaro, Petrobras tem perda histórica de valor de mercado. *In: BBC News Brasil*. [São Paulo], 22 fev. 2021. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-56163320>>. Acesso em: 5 jun. 2021.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE O MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Nosso Futuro Comum**. 2 ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.



COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. **Law & Economics**. Boston: Pearson Education, 2004.

D'AGOSTINO, Rosanne. Rompimento de Barragem em Maariana: Perguntas e Respostas. *In*: G1. [São Paulo], 13 nov. 2015. Disponível em: <http://g1.globo.com/ciencia-e-saude/noticia/2015/11/rompimento-de-barragens-em-mariana-perguntas-e-respostas.html>. Acesso em: 24 abr. 2021.

DAVIES, Paul. **Gower and Davies: Principles of Modern Company Law**. 7 ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2003.

DIA DA SOBRECARGA DA TERRA OVERSHOOT DAY. *In*: WWF. Disponível em: <<https://www.overshootday.org>>. Acesso em: 14 maio 2021.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. **Regulation and Return: The Role of Ambiguity**. Johnson Graduate School of Management. Cornell University, 2005. Disponível em: <<http://icf.som.yale.edu/pdf/seminars04-05/OHara.pdf>>. Acesso em 8 de abr. 2021.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: artigos 80 ao 137. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. ESG. *In*: GOOGLE Trends. [ S. I.]. Disponível em: <<https://trends.google.com.br/trends/explore?date=all&q=ESG>>. Acesso em: 04 de abr. 2021.

ESTATÍSTICAS Econômicas. Em Dezembro, IPCA sobe 1,35% e fecha 2020 em 4,52%. *In*: AGÊNCIA de Notícias IBGE. [São Paulo], 12 jan. 2021. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/29870-em-dezembro-ipca-sobe-1-35-e-fecha-2020-em-4-52>. Acesso em: 24 abr. 2021.

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. **Usability Guide EU Green Bond Standard**. Março, 2020. *E-book*. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)> Acesso em: 25 maio 2021.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS; CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Guia de Emissão de Títulos Verdes no Brasil 2016**. *E-book*. Disponível em: <<http://cebds.org/wp->

content/uploads/2016/10/Guia\_emissão\_t%C3%ADtulos\_verdes\_PORT.pdf>. Acesso em: 8 abr. 2021.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedade mercantis**. 5. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Editora Nacional, 1958. v. 1: Introdução histórica (índice alfabético, bibliográfica e legislação).

FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

FINK, Laurence Douglas. Uma Mudança Estrutural nas Finanças. *In*: BLACKROCK. [Nova Iorque], 14 jan. de 2020. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 4 de abr. 2021.

FOSSATI, Fernanda Rossetto. **Alteração do Objeto Social e Exercício do Direito de Recurso**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2014.

FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014.

FREEMAN, Edward. *Et al.* **Stakeholder Theory: The State of The Art**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade: Direito ao Futuro**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

FRIEDMAN, Milton. The New York The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, [Nova Iorque], p. 1-6, 13 Sept., 1970. Disponível em: <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>. Acesso em: 28 set. 2020.

FURLAN, Flavia. Brasil teve US\$5 bi em emissões de “green bonds” nos últimos três anos. *In*: VALOR Econômico. São Paulo, 14 out. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/10/14/brasil-teve-us-5-bi-em-emissoes-de-green-bonds-nos-ultimos-tres-anos.ghtml>>. Acesso em: 08 nov. 2020.

G8. Declaração homologada da Reunião de Cúpula, Colônia, Jun 1999. *In*: **International Corporate Governance Network**. Conferência anual. Frankfurt, 1999.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos De Interesse Entre Sociedade Controladora E Controlada E Entre Coligadas, No Exercício Do Voto Em Assembleias Gerias E Reuniões Sociais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v. 22, n. 51, jul/set. 1983. p. 29-32.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. Cambridge: Harvard Law School, 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2021.

ICMA: International Capital Market Association. **The Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds**, Junho, 2018. *E-book* (não paginado) Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>>. Acesso em: 10 de abr 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JORNAL NACIONAL. Preço do barril do petróleo vem subindo de volta ao nível em que estava antes da pandemia. *In: G1*. [São Paulo], 19 fev. 2021. Disponível em: <<https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2021/02/19/preco-do-barril-do-petroleo-vem-subindo-de-volta-ao-nivel-em-que-estava-antes-da-pandemia.ghtml>>. Acesso em: 5 jun. 2021.

JUSTIÇA decide que Zara é responsável por trabalho escravo flagrado em 2011. *In: O Globo*. [S.l.], 11 nov. 2017. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/justica-decide-que-zara-responsavel-por-trabalho-escravo-flagrado-em-2011-22070129>>. Acesso em: 24 abr. 2021.

KEYNES, John Maynard. **The End of Laissez-Faire**. Londres: Hogarth Press, 1926. Disponível em: <<http://www.stephenhicks.org/wp-content/uploads/2015/03/Keynes-J-The-End-of-Laissez-Faire.pdf>>. Acesso em 20 out. 2020.

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. 1 ed. Zurique: ETH Zurique, 1936. Disponível em: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_KeynesTheoryofEmployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf). Acesso em 15 nov. 2020.

LAMY FILHO, Alfredo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 7, 1972, p. 123-158. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/252444/mod\\_folder/content/0/LAMY%20FILHO.%20A%20Reforma%20da%20Lei%20de%20Sociedades%20An%C3%B4nimas.pdf?forcedownload=1](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/252444/mod_folder/content/0/LAMY%20FILHO.%20A%20Reforma%20da%20Lei%20de%20Sociedades%20An%C3%B4nimas.pdf?forcedownload=1)>. Acesso em: 24 abr. 2021.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3 ed., v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 11 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. v. 1: Empresa, Empresários e Sociedades. *E-book*. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530986384/>>. Acesso em: 01 abr. 2021.

MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: a critical review**. 1 ed. CFA Institute Research Foundation, 2020. *E-book*. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

Monitoramento do Desmatamento da Floresta Amazônica Brasileira por Satélite. *In*: Coordenação-Geral de Observação da Terra. [S.l.], 30 nov. 2020. Disponível em: <<http://www.obt.inpe.br/OBT/assuntos/programas/amazonia/prodes>>. Acesso em: 14 maio 2021.

NASH, Laura. **Ética nas Empresas**: boas intenções à parte. São Paulo: Makron Books, 1993.

NOVAES FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2 ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014.

Organization for Economic Co-operation and Development. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: Éditions OCDE, 2016. *E-book*. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 21 abr. 2021.

PARGENDLER, Mariana. Corporate Governance in Emerging Markets. *In*: GORDON, Jeffrey; RINGE, Wolf-Georg. **The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 916-940.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomadas de Contas dos Administradores para a Propositura da Ação de Responsabilidade. *In*: Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coord.), **Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

PONTES, Camilla Corrêa de; ESPIR, Giovanna. Governança Corporativa e Meio Ambiente: Considerações Sobre o Caso Brumadinho. *In*: RAMUNNO, Pedro Alves Lavacchini (org.). **Direito Societário e do Mercado de Capitais em Debate**: Barragens, Crise Ambiental e Responsabilidade. 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

PORTO, Ederson Garin. **Compliance & Governança Corporativa**: uma abordagem prática e objetiva. Porto Alegre: Lawboratory Press, 2020.

SANTOS, Aline Menezes. Reflexos Sobre a Governança Corporativa no Brasil. **Revista do Direito Mercantil**, Malheiros, v. 42. n. 120, 2003. p. 230-245.

SCHWAB, Klaus. Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution. *In*: WORLD Economic Forum. Colônia, 2 set. 2019. 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: 28 abr. 2021.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**: Guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SOUZA, Almir Ferreira de; ALMEIDA, Ricardo José. **O Valor da Empresa e a Influência dos Stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2006.

TIGAR, Michael Edward; LEVY, Madeleine. **O direito e a ascensão do capitalismo**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.

TORRES, Lucas Hoeller. **Teoria Do Stakeholder**: Um Estudo Da Aplicação Do Princípio De Equidade Do Stakeholder. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

UNEP FI. Princípios para o Investimento Sustentável (PRI). Londres, 2019. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 15 maio 2021.

UNGARETTI, Marcela. **ESG de A a Z** – Tudo o que você precisa saber. São Paulo: XP inc., 2021.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações** (comentários ao decreto-lei no 2.627, de 26 de setembro de 1940). 3 ed. rev. e atual, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VÁZQUEZ, Adolfo Sanchez. **Ética**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2007.

VESTAS. Company Announcement From Vestas Wind Systems S/A. Aarhus University, 2015. Disponível em: <<https://www.vestas.com/en/media/~media/4a20c12871e243f7ae76a02226a98edc.ashx>>. Acesso em: 15 maio 2021.

VIZZOTTO, Vinicius Diniz. Conflito de Interesses no Mercado de Investimento Socialmente Responsável: Em Busca da Ética no Âmbito dos Fundos de Investimento Ambiental. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, [S.l.], n. 6, ano 2, p. 6046-6070, 2013. Disponível em: <[https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013\\_06\\_06045\\_06074.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/ridb/2013/06/2013_06_06045_06074.pdf)>. Acesso em: 21 abr. 2021.

WORLD Bank Marks 10-Year Green Bond Anniversary with Landmark Issuance US\$1.3 Billion Issuances Bring World Bank Green Bond Program to US\$12.6 Billion. *In*: The World Bank. [Washington D.C.], 13 nov. 2018. Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/11/13/world-bank-marks-10-year-green-bond-anniversary-with-landmark-issuance-us-1-2-billion-issuances-bring-world-bank-green-bond-program-to-us-12-6-billion>>. Acesso em: 14 maio 2021.